



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

***Crowdfunding como fuente de financiación
alternativa en Argentina***

Autor: Noelia Belén Berrogain

DNI/Pas: 33.935.333

Director de Trabajo Final de Graduación: Alfredo Roisenzvit

Buenos Aires, 27 de agosto de 2022

Resumen ejecutivo

Un contexto macroeconómico argentino vulnerable, junto con un escenario de poca profundización del sistema financiero y típicas fallas de mercado como asimetría de información, ha dado lugar a restricciones del crédito que consecuentemente culminan en una demanda de fondos que no logra ser abastecida. Asimismo, apalancado en la revolución de internet y tecnologías de comunicación, así como en los avances por parte de organismos públicos y privados en fijar a la inclusión y educación financiera como ejes para lograr un sistema financiero más justo y con igualdad de oportunidades, es que toma mayor relevancia la búsqueda de fuentes alternativas de financiación como *crowdfunding*.

El objetivo principal de este trabajo es comprobar si Argentina presenta las condiciones suficientes para promover la expansión del *crowdfunding* como una herramienta de ampliación del acceso y uso de productos de crédito e inversión, como un mecanismo de educación financiera y como un instrumento de validación de ideas y mercado potencial para emprendedores. En complemento, busca analizar las ventajas y riesgos inherentes del modelo principalmente como alternativa de financiamiento para individuos y PyMEs con dificultades para acceder a créditos de calidad, y como alternativa de inversión para individuos no profesionales y sin grandes patrimonios.

Como conclusión, se confirma que el financiamiento colectivo tiene gran potencial de crecimiento en Argentina dado los beneficios que ofrece en materia de ampliación del crédito a sectores históricamente excluidos, innovación y prosperidad económica de una sociedad más inclusiva. Si bien presenta ciertos desafíos en términos del contexto económico-financiero, regulatorio y de educación, *crowdfunding* implica una enorme oportunidad si se implementa de forma responsable.

Índice

| | |
|---|----|
| 1. Introducción | 5 |
| 2. Marco Teórico | 8 |
| 2.1 La importancia y alcance de la revolución Fintech | 8 |
| 2.2 Introducción al <i>crowdfunding</i> | 12 |
| 2.3 Participantes en <i>crowdfunding</i> | 14 |
| 2.4 Proceso de <i>crowdfunding</i> | 15 |
| 2.5 Categorías de <i>crowdfunding</i> | 16 |
| 2.6 Historia del <i>crowdfunding</i> | 20 |
| 2.7 Evolución del <i>crowdfunding</i> | 23 |
| 2.8 Interés general en <i>crowdfunding</i> | 26 |
| 3. Escenario tradicional para obtención de financiación | 27 |
| 3.1 Relevancia de los conceptos “crédito” y “financiamiento” | 27 |
| 3.2 Fuentes de financiamiento tradicionales | 28 |
| 3.3 Determinación de estructura de capital óptima | 32 |
| 4. Análisis de <i>crowdfunding</i> como fuente alternativa de financiamiento | 36 |
| 4.1 Ventajas ofrecidas por <i>crowdfunding</i> | 36 |
| 4.2 Potenciales riesgos y desventajas involucrados en <i>crowdfunding</i> | 40 |
| 4.3 Propuestas de mejoras como complemento al modelo de <i>crowdfunding</i> | 44 |
| 5. Contexto argentino para el desarrollo de <i>crowdfunding</i> | 47 |
| 5.1 Factor económico argentino | 48 |
| 5.2 Factor tecnológico argentino | 53 |
| 5.2 Factor social argentino | 55 |
| 6. El peso de la regulación en la evolución de <i>crowdfunding</i> y su aplicación en Argentina | 56 |
| 7. La inclusión financiera como foco de crecimiento y desarrollo en Argentina | 69 |
| 8. Desafíos del <i>crowdfunding</i> en Argentina | 78 |
| 9. Conclusión | 82 |
| 10. Referencias bibliográficas | 85 |

Índice de Figuras

| | |
|--|----|
| Figura 1. Porcentaje de adopción Fintech 2019 | 10 |
| Figura 2. Variantes de verticales Fintech | 10 |
| Figura 3. Composición del ecosistema Fintech argentino (2020) | 12 |
| Figura 4. Participantes del modelo Crowdfunding y sus relaciones | 15 |
| Figura 5. Etapas de una campaña para un proyecto de crowdfunding | 16 |

| | |
|---|----|
| Figura 6. Cronología de la historia de Crowdfunding..... | 22 |
| Figura 7. Fintech y servicios financieros globales: fondeo y valuación | 24 |
| Figura 8. Ranking Fintech para Latinoamérica y Caribe (LAC) 2021 | 24 |
| Figura 9: Número de empresas por categoría Fintech en Argentina (2018-2020) | 26 |
| Figura 10: Ciclo de financiación de un emprendimiento | 34 |
| Figura 11: Marco de referencia para crowdfunding de start-ups..... | 35 |
| Figura 12: Grado de informalidad económica mundial (2015) | 48 |
| Figura 13: Evolución de la tasa de inflación en Argentina | 49 |
| Figura 14: Evolución tasa de conversión peso argentino contra dólar estadounidense 2012-2021..... | 50 |
| Figura 15: Porcentaje de personas humanas con financiamiento sobre la población adulta (Argentina)..... | 50 |
| Figura 16: Comparación regional de acceso a financiamiento en entidades financieras ("EEFF")..... | 51 |
| Figura 17: Fuentes de financiamiento de las inversiones de las PyME argentinas (% del total invertido)..... | 52 |
| Figura 18: Principales obstáculos de las PyMEs argentinas para acceder al financiamiento en 2021..... | 52 |
| Figura 19: Crédito del sector privado como porcentaje del PBI (%)..... | 53 |
| Figura 20: Resumen de adopción y uso de dispositivos y servicios con conexión (Argentina 2022) | 54 |
| Figura 21: Evolución de los accesos a internet en Argentina | 54 |
| Figura 22: Penetración de usuarios de internet móvil en Argentina..... | 55 |
| Figura 23: Cantidad de usuarios de redes sociales en Argentina..... | 56 |
| Figura 24: Obligaciones de hacer y no hacer de la Plataforma de Financiamiento Colectivo (PFC)..... | 66 |
| Figura 25: Características de la regulación de las PSCPP en Argentina..... | 68 |
| Figura 26: Barreras a la inclusión financiera | 72 |
| Figura 27: Adultos con cuenta financiera propia (en %) | 74 |
| Figura 28: Porcentaje de la población argentina con conocimientos sobre la existencia de productos financieros..... | 75 |
| Figura 29: Crédito y Depósitos, en comparación con el producto bruto interno (PBI)..... | 76 |

1. Introducción

A comienzos de la década del 2000, un joven estadounidense llamado Palmer Luckey decidió emprender en el desarrollo su propio casco de realidad virtual. Algunos meses luego de cofundar la compañía Oculus VR, su equipo logró exitosamente llamar la atención con su prototipo Oculus Rift en el Electronic Entertainment Expo, una de las convenciones más importantes en la industria de videojuegos. Impulsados por las expectativas del público en el lanzamiento del producto, Oculus VR se vio en la necesidad de buscar los fondos necesarios que le permitiese llevar a la realidad al Oculus Rift. No fue sino luego de evaluar distintas opciones en fuentes de financiamiento, que el equipo decidió lanzar su primera campaña de *crowdfunding* en la plataforma Kickstarter: se dispuso una serie limitada de una versión inicial del producto a entregar como recompensa a aquellos patrocinadores que depositasen una mínima suma de dinero a modo de inversión en el proyecto. En menos de 36 horas la campaña superó ampliamente los USD 250.000 que se había establecido como objetivo, llegando a un total de USD 2.437.429 con el apoyo de 9.522 mecenas. Esta campaña no solo permitió generar una comunidad de entusiastas tecnológicos que promocionasen el producto, sino que también validó el interés del mercado confirmando una potencial demanda a futuro. Accionado por dicha aprobación de los patrocinadores, Oculus VR demostró la superación de la prueba de concepto y atrajo el interés de empresas de capital de riesgo que luego aportaron fondos adicionales por un total de USD 91 millones. Hoy en día la empresa es parte de Facebook, habiendo sido adquirida en 2014 por USD 2 mil millones. En su prelanzamiento, Oculus Rift no contaba con la certeza de un diseño totalmente definido como así tampoco con el apoyo de grandes compañías que le permitiesen acelerar el proceso mejoras en desarrollo y producción. Fue el interés, entusiasmo y validación del público, canalizado vía *crowdfunding*, lo que le permitió a Oculus VR poder avanzar de forma satisfactoria en sus planes y a los patrocinadores poder formar parte del proyecto (Wikipedia, N/A) (AdRoll Blog, 2021) (Vanacco, N/A).

Tal como el caso de Oculus, las empresas e individuos de una sociedad precisan fondos para poder llevar a cabo sus proyectos comerciales e incluso de satisfacción personal. Por ello, ante crisis económicas o dificultades financieras locales, si la oferta de crédito se reduce y queda limitada, las economías de cualquier país experimentarán grandes dificultades para mantener un crecimiento sano y sostenible. Esta clara una dependencia de la disponibilidad y acceso al crédito resulta difícil de romper y acarrea graves consecuencias cuando no hay consistencia entre la oferta y demanda de fondos.

Una falta de fondos deriva en abandono de proyectos por parte de pequeñas y medianas empresas lo cual no solo perjudica a la iniciativa y prosperidad del emprendedor sino también conllevan un enorme efecto negativo en la economía del país: se limita la implementación de

ideas tecnológicamente innovadoras que incentiven el desarrollo económico local a la vez que se reduce la posibilidad de generar empleo formal, mayor actividad y consumo. La falta de crédito para los individuos de una sociedad contribuye a la desigualdad de condiciones económicas perjudicando la búsqueda de oportunidades que permitan una mejora en el bienestar personal y laboral. Se entiende entonces el porqué de la búsqueda de alternativas de financiación que permitan sobrellevar esta dependencia histórica sobre un nivel de crédito que no siempre puede abastecer la demanda local.

Varios son los fundamentos a partir de los cuales es posible explicar las limitaciones en términos de restricciones del crédito, conllevando como consecuencia una demanda que no logra ser abastecida. Aún más, a las restricciones existentes se suman dificultades para una eficiente asignación de los fondos dado que los mercados financieros globales suelen identificarse con ciertas características que señalan deficiencias naturales en el sistema. Asimetría de información, selección adversa y riesgo moral son algunas de las particularidades que imponen aprietos al momento de proceder con una solicitud de financiación. Todas las decisiones de otorgamiento de fondos conllevan detrás un análisis del préstamo o inversión desde el punto de vista riesgo-beneficio; es decir, que todo financiador intentará calcular el riesgo e incertidumbre asociado a fin de determinar si la oportunidad coincide o no con el requerimiento de retorno deseado. Cuanto más incierto sea ese cálculo, se tenderá a un alza en el rendimiento exigido a fin de compensar el mayor riesgo asumido (Gregson, 2014).

Crowdfunding se presenta como uno de los esquemas de financiación alternativa, impulsado por factores sociales, económicos y tecnológicos, y bajo un concepto de interacción dentro de una plataforma *online* entre la parte necesitada de fondos y la deseosa de ofrecer un aporte a cambio de cierta retribución. El modelo se presenta como una oportunidad para que los problemas coyunturales de una economía no confluyan en el estancamiento del crecimiento de las personas y empresas que integran dicha sociedad. De esta forma se permite la financiación de sus propósitos a partir de pequeños aportes realizados por múltiples financiadores, de manera *online* utilizando una plataforma tecnológica y sin necesidad de intermediación financiera o del apoyo de un externo. Como se comentará a lo largo de este documento, *crowdfunding* se complementa con los beneficios de la evolución tecnológica para asegurar operaciones de bajo costo, menor burocracia, con accesibilidad a la mayor parte posible de la población, sin restricciones geográficas y, por ende, logrando una gran masa inversora colectiva que permita una notable diversificación del riesgo sobre la inversión de la campaña en cuestión.

El fenómeno emergente de *crowdfunding* ha atraído interés desde todos los continentes del mundo, más allá de cuán avanzada haya sido la evolución de algunos países en comparación a otros en los últimos años. No obstante, se debe remarcar la baja penetración que aún se evidencia en algunos países subdesarrollados como Argentina, donde la cantidad de plataformas que ofrecen el servicio es muy baja y el nivel de conocimiento público sobre el modelo es relativamente pobre.

En particular, Argentina es un país con fuerte potencial de innovación y con un capital humano altamente creativo y capacitado para desarrollar nuevas ideas que fomenten el crecimiento de la economía local. Sin embargo, las reiteradas fluctuaciones económicas y políticas ponen en riesgo la posibilidad de proyectar a mediano y largo plazo y cumplir los objetivos comerciales y personales, comprometiendo tanto las iniciativas de progreso como la calidad de vida en sí misma. Por otro lado, las usuales restricciones al crédito por parte de fuentes tradicionales empujan al abandono de proyectos, a demoras por procesos extremadamente burocráticos y con auditorías exhaustivas y/o a la búsqueda de otorgamiento de fondos bajo limitaciones y condiciones desfavorables (Confederación Argentina de la Mediana Empresa, 2022). El desafío de conseguir fondos se intensifica cuando entran en juego las ineficiencias de mercado generadas por asimetría de información: necesidad de historial crediticio, requerimientos de colaterales o garantías, y demás exigencias que reducen el riesgo desde el lado financiador, aumentan ampliamente la posibilidad de rechazo de la solicitud.

En un estudio del ecosistema Fintech argentino realizado por el Banco Interamericano de Desarrollo en 2020 se hace hincapié en una amplia variedad de dificultades que presenta la situación macroeconómica argentina: crisis financieras que han generado salida de capitales y necesidad de recurrir al Fondo Monetario Internacional (FMI) a fin de mantener un nivel aceptable de reservas en dólares, continua devaluación del peso argentino, aumentos en la tasa de interés, restricciones cambiarias y pedidos de mayor disciplina en política monetaria y fiscal. Ello ha derivado en el encarecimiento de fondeos en la industria financiera, restricción y contracción del crédito al sector privado, aumento de morosidad e incobrabilidad, y una consecuente suba en la tasa de desempleo que a su vez perjudica la calificación para acceso a créditos (Bastante, 2020).

Es por ello por lo que creemos primordial investigar y analizar nuevas alternativas que contribuyan en la reducción de esta la brecha de acceso al crédito para personas físicas y jurídicas. Resulta esencial encontrar herramientas idóneas que ayuden a saltar estas barreras y potencien la inclusión financiera unificada de la población, así como fomentar la creación y evolución de pequeñas y medianas empresas (*PyMEs*) innovadoras. El *crowdfunding* propone soluciones de financiación a un sector históricamente excluido y sin acceso a

mercados formales, mientras que para otros sectores se ofrece como una opción complementaria a las fuentes tradicionales ya existentes. Paralelamente ofrece también un abanico de alternativas de inversión incluyendo en el alcance también a inversores no profesionales con menor capacidad financiera pero dispuestos a realizar pequeños aportes en nuevas oportunidades bajo su interés.

Este trabajo volcará los fundamentos básicos del modelo de negocio de financiamiento colectivo haciendo hincapié en las fortalezas y debilidades en comparación con otros métodos tradicionales de financiación. Asimismo, se tratarán nociones fuertemente relacionadas con el contexto actual de Argentina incluyendo las limitaciones que hoy en día presenta la falta de regulación y el foco que a nivel mundial se está otorgando al fomento de la inclusión financiera. El objetivo principal de la investigación se centrará en buscar primordialmente la respuesta para entender cuál es el potencial de aplicación de *crowdfunding* en Argentina teniendo en cuenta el interés general, sus características para la expansión, y las barreras para su crecimiento.

La modalidad de la investigación será descriptiva del tipo cualitativa, siguiendo una línea de análisis sobre diversas fuentes de publicación en el marco financiero, económico, social y de negocio, tanto locales como internacionales. A fin de cumplir los objetivos planteados, el trabajo partirá de un análisis del marco teórico del modelo de negocio e indagará sobre el contexto de la industria y del marco de aplicación en Argentina centrándonos en los cambios de paradigma que han dado lugar a la evolución del *crowdfunding* a nivel global. En complemento, se buscará comparar esta alternativa contra otras fuentes tradicionales a fin de analizar las características compartidas y diferenciales, remarcando las bondades del modelo y ofreciendo propuestas atenuantes de los riesgos potenciales.

2. Marco Teórico

2.1 La importancia y alcance de la revolución Fintech

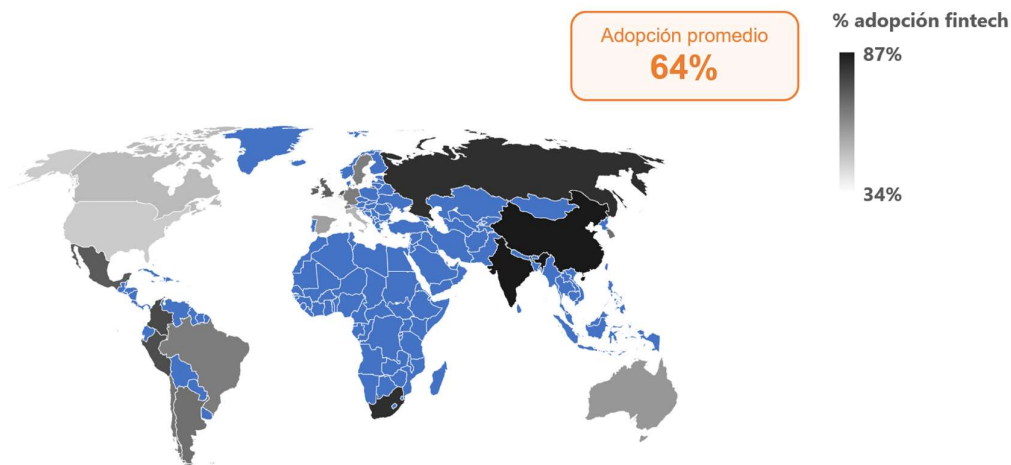
Los distintos sectores de la economía, incluyendo el financiero, se han visto afectados a lo largo del tiempo por los avances en innovaciones de la información y comunicación (Boot, Hoffmann, Laeven, & Ratnovsky, 2021), incluyendo los cajeros automáticos en los '70, la banca telefónica y aumento de la inversión pasiva en los '80, la revolución de la calificación crediticia y la securitización junto con el intento de entrada en el sector bancario por parte de los gigantes Walmart y Tesco en el Reino Unido en los '90; y el aumento del uso de la banca en línea y los pagos electrónicos minoristas en la década de 2000.

Si bien las innovaciones tecnológicas mencionadas conllevaron la necesidad de amoldamientos del sector financiero, los avances que realmente han tenido un impacto significativo se encuentran relacionados con las innovaciones digitales y son los siguientes: mejoras en la conectividad de los sistemas principalmente debido a la proliferación de internet y de servicios de telefonía móvil, incrementos drásticos en la capacidad del poder computacional que permitieron reducir costos de procesamientos y almacenamiento de data y, prácticamente en consecuencia, habilitación en la creación de una mayor cantidad y variedad de datos. Estos avances han permitido incrementar la información gestionable disponible, reducir los costos transaccionales, incentivando la creación de nuevos modelos de negocios apalancados en la nueva era digital: nuevas formas de efectuar pagos, otorgar y solicitar préstamos, asegurar, y gestionar patrimonios son algunos de los cambios evidenciados en los últimos años. La pandemia COVID-19 lógicamente ha acelerado dicha transformación digital globalmente, llevando a consumidores y proveedores a reemplazar el contacto físico por conectividad digital (Feyen, Frost, Gambacorta, Natarajan, & Saal, 2021).

Este cambio de paradigma para la economía y la forma de vida de las personas se traduce en la revolución Fintech, marcándose como una disrupción en la forma de ofrecer y hacer uso de los servicios financieros. El término en su sentido más específico se puede definir como las tecnologías digitales con el potencial de transformar la manera de brindar servicios financieros, fomentando una evolución en los modelos de negocios, procesos y productos existentes. Es así como una empresa Fintech es aquella especializada en brindar servicios financieros digitales a los consumidores, o incluso permitir a otros proveedores del mercado hacerlo (Feyen, Frost, Gambacorta, Natarajan, & Saal, 2021). Y gracias a los avances tecnológicos estos servicios se logran brindar a un menor costo, con mayor rapidez, ofreciendo diversas alternativas a partir de eficientes procesos automatizados, adaptando el diseño para ofrecer productos de forma más asequible a hogares y empresas de bajos ingresos que de no ser por estas innovaciones no tendrían acceso a servicios financieros (BBVA, 2016).

Según el estudio Global Fintech Adoption Index 2019 de Ernst and Young el ratio de adopción Fintech a dicho año alcanzaba ya el 64% a nivel global, considerando usuarios que hubiesen hecho uso de al menos un tipo de servicio Fintech. Los índices muestran un enorme crecimiento al compararlos contra el 16% de 2015 y el 33% de 2017, y estos indicadores continúan evolucionando, apalancándose en las ventajas en variedad, calidad y costos del servicio, mayor facilidad para completar un alta de cuenta, mejor experiencia de usuario, y un mejor y mayor acceso a productos incluso con un mayor nivel de innovación (Ernst & Young, 2019).

Figura 1. Porcentaje de adopción Fintech 2019



(*) Porcentaje de adopción Fintech en cada mercado, como un porcentaje de la población digitalmente activa, para el año 2019. Fuente: Gráfico de elaboración propia utilizando datos de “Global Fintech Adoption Index 2019” (Ernst & Young, 2019).

El estudio Fintech 2020 emitido por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y con la contribución de la Cámara Fintech Argentina (Bastante, 2020) establece lo que para Argentina representan los segmentos de actividad o verticales Fintech:

Figura 2. Variantes de verticales Fintech



(*) Enumeración de las diferentes variantes de verticales Fintech. Fuente: Gráfico de elaboración propio usando datos de “Estudio Fintech 2020 ecosistema argentino” (Bastante, 2020).

- **Financiamiento colectivo (crowdfunding).** Son plataformas tecnológicas que conectan, de forma digital y sin intermediación, a individuos con disponibilidad de capital y empresas o individuos que requieren fondos para llevar a cabo un proyecto. Dependiendo del modelo de *crowdfunding* elegido, la recompensa por la contribución del inversor puede tomar la forma de interés, participación en la empresa, entrega del producto o servicio, o incluso no existir retribución alguna. Esta variante es la elegida para ser desarrollada a lo largo del presente trabajo.

- **Insurtech.** Se trata de empresas de seguro de base tecnológica enfocadas a eficientizar el rendimiento de la industria del seguro y mejorar el acceso, comunicación y experiencia de los clientes desde el momento de contratación de pólizas personalizadas hasta la gestión de reclamos y siniestros.
- **Préstamos.** Son plataformas electrónicas que otorgan créditos personales, hipotecarios y empresariales de forma *online*, dirigidos tanto a personas físicas como a PyMEs. Existe una variante conocida como *crowdlending* bajo la cual las plataformas no brindan préstamos utilizando capital propio, sino que la originación del capital es de terceros. El mismo podría ser incluido dentro de *crowdfunding*; la diferencia radica en que la variante *crowdlending* mantiene un modelo de préstamos individuo a individuo (*peer to peer* o P2P) en lugar de a modo de *pool* de inversores que aportan a un mismo proyecto.
- **Pagos y transferencias.** Son empresas tecnológicas que ofrecen servicios de pagos y cobros, incluyendo billeteras digitales, servicios de procesamiento de pagos, agregadores, *gateways*, remesas internacionales, entre otros.
- **Blockchain y criptoactivos.** Son plataformas tecnológicas propias del sector de criptoconomía y montadas sobre tecnología *blockchain* que ofrecen productos relacionados con *smart contracts*, *tokens* de utilidad, *tokens* de transaccionales y monedas digitales. A pesar de tratarse una tecnología aún en desarrollo, presenta un potencial en concepto de custodia de valor, transferencias, y registros públicos de propiedad, con amplios beneficios en términos de costos y transparencia operacional.
- **Servicios Fintech empresa a empresa (*business to business* o B2B).** Son empresas tecnológicas que brindan soluciones Fintech a otras empresas, facilitando a otras empresas la adaptación ante los diversos cambios tecnológicos.
- **Seguridad informática.** Son empresas tecnológicas que ofrecen servicios de validación de identidad, protección de datos y soluciones en ciberseguridad.
- **Inversiones.** Son empresas que establecen plataformas digitales para ofrecer servicios de inversiones en mercados regulados y *over the counter* (OTC), operaciones financieras y compra venta de diversos tipos de instrumentos financieros.
- **Proveedor tecnológico.** Son empresas tecnológicas dedicadas al desarrollo de soluciones tecnológicas e infraestructura Fintech. Comprenden servicios de soporte para sectores con plataformas digitales (por ejemplo, servicios para la industria de medios de pago, para la administración de clientes y cobranzas, entre otros).

A pesar de que Argentina cuenta históricamente con un contexto inestable y poco favorable, el ecosistema Fintech sigue presentando una evolución continua a lo largo de los últimos años. En comparación con 2018, la Cámara Argentina Fintech logró identificar 135 nuevas empresas, expuestas en la figura 3, marcando un crecimiento del 160% y dejando en

evidencia un claro crecimiento del sector apalancado principalmente por la capacidad en desarrollos tecnológicos y la apta infraestructura de internet en gran parte del área poblacional. Adicionalmente ya en 2020, la facturación anual para el sector Fintech se encontraba entre los \$5.000.000 y \$20.000.000 por empresa, previendo una tasa de crecimiento anual aproximada del 90%, la cual supera ampliamente la suba estimada en los índices de precio al consumidor (IPC) (Bastante, 2020).

Figura 3. Composición del ecosistema Fintech argentino (2020)



(*) Fuente: Gráfico de elaboración propia usando datos de “Estudio Fintech 2020 ecosistema argentino” (Bastante, 2020).

En conclusión, los servicios Fintech llegaron al mundo para ofrecer una solución a varios problemas globales. Donde era necesario llevar siempre dinero en el bolsillo, Fintech brinda una alternativa para pagos digitales desde el celular. Donde era necesario cumplir con largos trámites burocráticos para solicitar un préstamo, Fintech ofrece acceso a financiamiento de forma rápida y online. Donde el alcance geográfico de la clientela limitaba el crecimiento de un comercio, Fintech propone soluciones tecnológicas de comercio electrónico y cobros inmediatos sin necesidad de limitarse a lo local. Y por sobre todo, Fintech facilita el acceso tanto a individuos como a empresas de variados servicios financieros a bajo costo, atendiendo las necesidades de un mercado que históricamente ha quedado excluido financieramente.

2.2 Introducción al crowdfunding

Una de las barreras más grandes en la evolución de una empresa embrionaria es la búsqueda de los fondos para llevar a cabo sus proyectos, problemática que se posiciona ya desde las etapas iniciales al momento de evaluar internamente la factibilidad de un modelo de negocios: ¿hasta qué punto se es posible crecer únicamente utilizando fondos propios o cedidos por familiares y/o amigos?, ¿el plan de negocio es lo suficientemente robusto como para ser presentado y aprobado por un *venture capital*? De serlo, ¿de todas formas, el fundador se encuentra dispuesto a ceder parte de su participación accionaria y poder de decisión o le

resulta preferible presentarse ante una entidad bancaria en búsqueda de un crédito? Dichas preguntas requieren de un análisis exhaustivo y la mejor solución dependerá de las expectativas de crecimiento de la empresa, de la etapa en la que se encuentra y de las preferencias de los fundadores.

Sin embargo, es lógico remarcar que la decisión del tipo y límites de financiamiento no terminan recayendo únicamente desde el lado emprendedor. Al igual que sucede con los individuos, no siempre la contraparte está dispuesta a financiar bajo las condiciones deseadas; e incluso en muchas ocasiones la inversión o crédito siquiera termina siendo aprobado, ya sea porque las herramientas de *scoring* crediticio indican una calificación por debajo de la aceptable o porque el análisis del plan de negocio presentado no cumple con las expectativas de los financiadores en cuanto a potencialidad de crecimiento. Es de normal ocurrencia que individuos y empresas se encuentren con barreras como falta de activos colaterales para colocar en garantía, un nivel aceptable de flujos de fondos actuales y futuros para dar seguridad sobre el repago de los fondos, y la presencia de una enorme asimetría de información entre las dos partes. El bajo nivel de activos con los que una empresa cuenta en sus etapas iniciales es un factor decisivo al momento de aplicar para un préstamo bancario. Empresas innovadoras jóvenes y de alto crecimiento que aún no cuentan con una capacidad de generación de ganancias ni un nivel aceptable de activos suelen buscar financiamiento con *venture capital*. Sin embargo, esta opción no suele ser fácilmente alcanzable y las tasas de rechazo terminan siendo significativamente altas. Aún más, el hecho de contar con márgenes de ganancia razonables puede no ser un factor relevante al buscar fondos con *venture capital*, pero sí lo es en el caso de optar por otros métodos de financiamiento como empresas de *leasing*, de descuento de facturas, créditos con proveedores o clientes, entre otros (Cosh, Cumming, & Hughes, 2009). Es así como, en caso de no llegar a cumplirse los requerimientos y condiciones de ambas partes, se presenta la alternativa de buscar ayuda financiera directamente en el mercado minorista (es decir, con el público o *crowd*).

Crowdfunding consiste en un modelo de negocio que les permite a personas físicas y PyMEs conseguir el financiamiento necesario para llevar a cabo proyectos de índole lucrativo, cultural, artístico o social a partir de fondos recaudados desde pequeñas contribuciones efectuadas por individuos. La retribución a los aportantes puede tomar diversas formas según el tipo de *crowdfunding* que se esté llevando a cabo: el envío a futuro del producto en desarrollo, participación en la empresa, intereses por montos prestados, o alguna clase de compensación no monetaria (Mollick, 2014). Schwienbacher y Larralde complementan remarcando que en el financiamiento colectivo la recaudación se lleva a cabo directamente desde esta masa de individuos financiadores, siendo el modo típico de comunicación a través de Internet, sin involucrar a ningún intermediario o contraparte profesional (llámese banco,

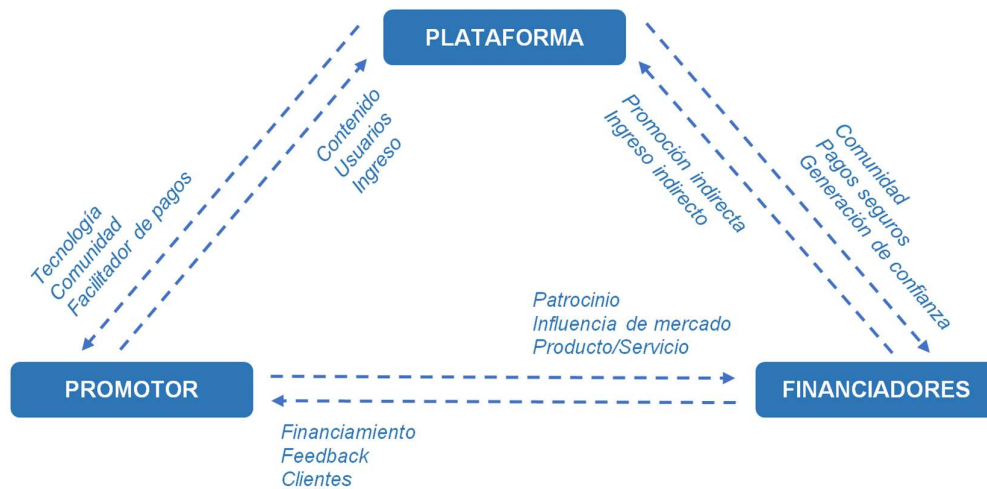
institución financiera, *venture capital*, inversor ángel, u otro) (Schwienbacher & Larralde, 2010). De esta manera surge un cambio en el público inversor objetivo: en lugar de recibir grandes sumas provenientes de una cantidad reducida de inversores, en *crowdfunding* las empresas o individuos reciben sumas de fondos menores pero procedentes de múltiples pequeños contribuyentes. Lo que se lleva a la práctica no es por lo tanto una financiación tradicional, sino que resulta en la participación de pseudo-clientes que no solo buscan percibir cierto rendimiento con su inversión, sino que también tomarán un rol importante en la promoción de la campaña vía sus propias redes de contactos (Lu., Xie, & Yu, 2014).

2.3 Participantes en *crowdfunding*

Existen tres partes que se presentan como los principales actores del modelo de *crowdfunding*: el “promotor” quien es la persona física o jurídica que requiere financiación para un proyecto, los “financiadores” quienes toman al papel de aportantes de capital, y la “plataforma” como canal intermediario para poder llevar a cabo la publicación del proyecto y recaudación de fondos para financiarlos (Bravo Jiménez, 2017). Dependiendo del modelo de *crowdfunding* seleccionado, el financiador pasaría a actuar bajo el rol de donante, prestamista, accionista o socio, o incluso destinatario del servicio o producto financiado.

En la figura 4 se exponen las acciones de relacionamiento que mantienen las tres partes entre sí, conformando un sistema único de colaboración que solo subsiste si todos los participantes involucrados cumplen su rol. El fomento de una relación *win-win* les permite a los promotores conseguir los fondos necesarios para llevar a cabo su proyecto, de una forma menos costosa y con mayor alcance gracias a los beneficios tecnológicos brindados por la plataforma y obteniendo una validación de mercado a partir del apoyo y retroalimentación de parte de los financiadores. Por su lado, los financiadores pueden obtener un retorno a partir de su contribución a la vez que, en algunas instancias, poseen el poder de influenciar las especificaciones tanto del producto o servicio en desarrollo como de potenciales diseños futuros. Dada la inserción en el proceso de forma previa a la salida al mercado, se logra un espacio de sentido de pertenencia a un grupo selecto o comunidad. Por último, la plataforma actúa como intermediario facilitador de un proceso para promocionar un proyecto y permitir pagos de manera segura y confiable con el fin de alcanzar la recaudación necesaria. Las condiciones comerciales y técnicas quedan definidas de manera anticipada a la publicación del proyecto, pudiendo la plataforma proceder al cobro de una comisión fija o variable sobre los fondos recaudados. Como beneficio añadido, una campaña exitosa actúa como impulsora de la reputación del intermediario tecnológico a la vez que también tracciona un incremento en la base de usuarios (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

Figura 4. Participantes del modelo Crowdfunding y sus relaciones



(*) Participantes principales bajo el modelo de crowdfunding y el rol relacional que cumple cada una. Fuente: Gráfico de elaboración propia utilizando datos de “Advances in Crowdfunding” (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

Adicionalmente, existe un cuarto actor del modelo que se podría nombrar por su vital importancia en el desarrollo del modelo de *crowdfunding*: “el ente regulador”. Este, a pesar de no estar directamente involucrado en las operaciones puramente transaccionales, es quien fija las reglas de juego a las cuales los otros tres participantes se deberán adaptar. El poder en fijar los requisitos que deberán ser cumplidos y la gran influencia en la evolución del negocio a través de nuevas limitaciones o acciones de fomento llevan a que el regulador sea considerado como una palanca de esencial importancia (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

2.4 Proceso de *crowdfunding*

En la figura 5 se exponen tres etapas de campaña de un proyecto de una PyME en la plataforma de *crowdfunding*. Previo a su publicación, se lleva a cabo la planificación en cuanto al detalle del objetivo, fechas, fondos, elección de plataforma y estrategia promocional, creación en cuanto al desarrollo de contenido y elementos visuales, y revisión por parte de los operadores de la plataforma a fin de verificar el cumplimiento de los requisitos impuestos por la misma y por los entes reguladores. Una vez que la campaña es aprobada, se procede a la siguiente etapa en la cual se impulsa su *management* o gestión desde la perspectiva de esfuerzos promocionales, actualización de información a los financiadores y seguidores, y respuesta a comentarios, sugerencias y solicitudes de los primeros. Al acontecer la fecha límite de campaña, se analizan los resultados que diferirán según el esquema establecido: campañas bajo el esquema de “todo o nada” si el objetivo monetario no fue alcanzado, el proyecto se anula y los fondos parcialmente recaudados son devueltos a los financiadores. En el caso de sí haber logrado el objetivo, o en campañas bajo el esquema de “se mantiene

todo”, los fondos son transferidos al promotor descontando previamente la comisión de la plataforma tecnológica. Como etapa final, el promotor debe cumplir con las promesas de entrega según el tipo de retorno que corresponda ante el aporte de los financistas, ya sea en forma de intereses, de producto, de información o de crecimiento de capital, y de movilización según la cual se implementarán acciones de desarrollo de relación con el inversor (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

Figura 5. Etapas de una campaña para un proyecto de crowdfunding



(*) Fuente: Gráfico de elaboración propia utilizando datos de “Advances in Crowdfunding” (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

Desde la variante de *crowdfunding* para préstamos entre individuos (P2P), el proceso es más simple y parte de la tarea de la plataforma tecnológica en definir una tasa de interés asociada al riesgo del otorgamiento de un préstamo al solicitante, considerando diversas condiciones como el plazo de pago e historial de solicitudes. Dicho dato es calculado a partir de un modelo de *scoring* crediticio interno o tercerizado, y puede publicarse como una tasa definitiva para efectuar préstamo o solo a modo de sugerencia dando lugar para que los prestamistas establezcan el porcentaje final a través de un mecanismo de subasta.

2.5 Categorías de crowdfunding

Existen diversas modalidades de *crowdfunding* que conllevan diferentes implicancias jurídicas y regulatorias según la jurisdicción en donde se sean implementadas. Asimismo, el objetivo final de cada una de las opciones propuestas, como así también la forma de retribución para con el financiador, difieren en gran medida correspondiendo aplicarse según el perfil del contribuyente en cuestión. Las categorías son clasificadas en:

- **Crowdfunding basado en donación (*donation-based crowdfunding*).** Este modelo fue el primero en desarrollarse informalmente junto con los inicios de la economía colaborativa. Se trata de una variante en la que se recolectan pequeños montos de dinero por parte de una gran cantidad de colaboradores con el propósito de proveer soporte de financiación a proyectos no lucrativos y generalmente bajo iniciativas sociales, benéficas o comunitarias. Los aportantes no esperan recibir ningún tipo de recompensa, sino que actúan bajo la mera satisfacción de haber participado en la campaña. La ventaja en comparación a una donación tradicional se percibe por poder acceder a información sobre el proyecto, tanto antes como luego de ponerse en práctica. Ello brinda mayor transparencia y confianza a

los contribuyentes quienes tienen la posibilidad de realizar un seguimiento en tiempo real de la campaña (Rodríguez de las Heras Ballell, 2013). La modalidad bajo financiamiento colectivo proporciona también grandes eficiencias en términos de alcance geográfico, reducción en costos transaccionales y de coordinación, y de mejoras para forjar una relación fructífera y fluida con los donantes (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

Gofundme es una reconocida plataforma norteamericana de *crowdfunding* de donación, en la cual permite a sus usuarios recaudar fondos destinados a eventos o circunstancias significativas como accidentes y enfermedades. La plataforma lleva recaudados más de 15 mil millones de dólares por medio de más de 200 millones de donaciones, con una frecuencia aproximada de 1 donación realizada cada 1 segundo (Gofundme, N/A).

- **Crowdfunding basado en recompensas (*reward-based crowdfunding*)**. Esta modalidad, junto con la de donaciones, son las más extendidas a nivel global. A diferencia del *crowdfunding* de donación, el financiador elige la magnitud del aporte que desea realizar al proyecto y recibe a cambio un reconocimiento denominado recompensa, cuyo valor puede o no guardar relación directa con la dimensión de la contribución. Esta recompensa puede tomar múltiples formas y variedades desde reconocimientos tangibles, como una muestra en versión beta o unidad final del producto del proyecto al cual se está aportando, hasta reconocimientos intangibles como aparición en los créditos de una producción audiovisual o participación en un evento. Para ser catalogada puramente dentro de este modelo de *crowdfunding*, el reconocimiento no debe ser de índole financiero (Pérez Sempere, 2017).

Esta versión de *crowdfunding* se abre en dos submodalidades según la relación existente entre el importe de la contribución y el valor relativo del reconocimiento. Por un lado, vemos un submodelo en el cual el financiador recibe una recompensa más bien de valor simbólico, quedando demostrado que el objetivo último del aportante se centra meramente en su participación en el proyecto. En el segundo submodelo el valor de la recompensa sí corresponde con el valor del producto al cual se está aportando y la contribución se toma como un pago por adelantado de un artículo o servicio a recibir bajo las condiciones inicialmente pactadas (Rodríguez de las Heras Ballell, 2013).

A modo de ejemplo, Kickstarter es una de las principales plataformas de *crowdfunding* de recompensas la cual lleva recaudados 6,3 mil millones de dólares bajo 214 mil proyectos exitosos desde su lanzamiento en 2009 (Kickstater, N/A).

- **Crowdfunding de préstamos (*lending o debt-based crowdfunding*)**. Es una de las figuras con mayor crecimiento en los últimos períodos dado que se posiciona como una

solución alternativa al crédito bancario y no bancario (Ahumada Loyola & Candia Toledo, 2015). En este modelo el prestatario, que puede ser un individuo (*peer to peer o P2P crowdlending*) o una empresa, envía la documentación requerida a la plataforma tecnológica la cual analiza el destino de los fondos y ratios de solvencia para luego, en caso de que el estudio fuese favorable, publicar y promocionar el proyecto dentro de su base de financiadores. Por su lado, los aportantes realizan la contribución bajo la promesa de recibir a cambio pagos periódicos de la inversión inicial más una suma de intereses (Bravo Jiménez, 2017). Bajo este modelo la plataforma tecnológica toma significativa relevancia dado que ofrece la transparencia y confianza necesaria para que los aportantes cuenten con garantías en transaccionalidad e información sobre el riesgo asociado, y conecta a la masa de financiadores con el promotor del proyecto disponiendo ya de una base de prestamistas conocida a la cual presentar el proyecto según sus afinidades (Pérez Sempere, 2017).

El *crowdfunding* de préstamos le permite al prestatario recaudar los fondos necesarios a una tasa menor a la que hubiese tenido que solicitar el préstamo en una entidad bancaria, en menor tiempo y con una menor cantidad de trámites burocráticos. Por su lado, si bien en este tipo de inversión el riesgo puede llegar a ser alto para el prestamista debido a la menor calidad crediticia promedio de los prestatarios, ello también se traduce en mayores tasas de interés a cobrar en comparación a opciones con un menor riesgo asociado. Asimismo, es importante remarcar que el hecho de permitir una gran cantidad de inversores y de no exigir grandes importes en aportes conlleva a que sea factible una mejor diversificación de cartera de inversión (Bravo Jiménez, 2017). La plataforma tecnológica dispone de ciertas herramientas para evaluar el riesgo de cada préstamo estableciendo indicadores a partir del análisis crediticio de los créditos vigentes del prestatario, existencia de colaterales, capacidad de repago del nuevo crédito solicitado, entre otros. Lógicamente, en caso de que se trate de una solicitud de fondos de una PyME, los estudios requeridos deberían tornarse más exigentes y exhaustivos. Todos los análisis mencionados resultan claramente necesarios para que los prestamistas entiendan el nivel de riesgo al cual se están sometiendo con su inversión y muchas veces la principal información disponible es aquella que deriva de las publicaciones del intermediario (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

Resulta valioso señalar que el *crowdfunding* de préstamos no solo les otorga beneficios a ambas partes, sino que también posibilita que el proyecto en cuestión acceda a un mercado de crédito el cual, según las condiciones particulares, no se hubiese podido accionar de la mano de las instituciones financieras tradicionales. Esto puede deberse simplemente a exclusión y rechazo desde las entidades para el otorgamiento de fondos como así también

a la imposición de condiciones desfavorables que el prestatario no puede o desea afrontar (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

- **Crowdfunding de capital (*crowdinvesting* o *equity-based crowdfunding*).** Bajo este modelo el inversor deja de tomar el rol de aportante o prestamista para pasar a obtener una relación de socio o accionista de la PyME solicitante de fondos. Es así como, a partir de la contribución efectuada, el inversor obtiene una participación en la empresa y un retorno a través de dividendos, suba en el valor de mercado de la acción y otros beneficios. Entre el aportante y el promotor se conforma una relación más duradera y fuerte dado el interés en que la empresa o proyecto obtenga el mayor éxito posible; el objetivo es fundamentalmente económico-financiero en contraposición con los modelos de *crowdfunding* de donación o recompensa (Ahumada Loyola & Candia Toledo, 2015).

El *crowdinvesting* es la forma de *crowdfunding* más buscada por el mercado desatendido de *startups* en sus etapas iniciales y en plena fase de crecimiento. Como se ha mencionado previamente, dicho mercado presenta varias dificultades y opciones reducidas al momento de buscar fondos que le permitan evolucionar, principalmente en lo que respecta al mundo bancario. Estos obstáculos se encuentran relacionados con inexistencia de un colateral, falta de historial transaccional y crediticio que le permita demostrar ratios económicos y financieros sostenibles, ausencia de un plan de negocio apropiado, falta de contactos o capacidad de negociación para obtención de inversores, condiciones de insolvencia temporal por parte de los fundadores, entre otros. El *crowdinvesting*, por lo tanto, les concede un acceso fácil, rápido y con menor costo a los fondos necesarios para desenvolver proyectos interesantes y atractivos que a su vez contribuirán en reconocimiento y desarrollo al país (Bravo Jiménez, 2017).

En línea a lo mencionado para *crowdfunding* de préstamos, se presenta también una situación de asimetría de información en la cual el inversor posee un nivel de conocimiento considerablemente menor que los fundadores de la empresa solicitante de fondos. Para salvar este punto, la plataforma tecnológica suele dedicar tiempo y esfuerzo en analizar los proyectos y decidir si son adecuados para su publicación y ofrecimiento a la base de inversores. Algunos indicadores que generarán interés en el público como oportunidad de inversión son: participación retenida por los fundadores, lo cual brindará una noción de su confianza sostenida en el futuro del proyecto; capital humano de la empresa medido en términos de educación y experiencia en negocios, lo cual influirá en la percepción de calidad del proyecto, capacidades de innovación y habilidades de gestión; entre otros (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

A partir del análisis de las cuatro categorías del financiamiento colectivo, resulta notorio que existe una diferencia sustancial en el objetivo que el financiador busca según el modelo elegido. Es posible entonces agrupar el *crowdfunding* de préstamos y de inversión como “*crowdfunding* financieros” en los cuales el rol del inversionista se centra en esperar un retorno a cambio del aporte efectuado. Por otro lado, quedan también agrupados el *crowdfunding* de donación y de recompensa como “*crowdfunding* no financieros”, donde el financiador no busca rendimientos económicos, sino que realiza el aporte por mero interés en el proyecto o como consumidor de los productos o servicios en cuestión.

Más allá de estas cuatro modalidades identificadas como las principales en *crowdfunding*, también es posible encontrar otras verticales: el *crowdfunding* de facturas o *crowdfunding* brinda la posibilidad a las PyMEs de obtener liquidez ofreciendo en subasta las facturas bajo su posesión a fin de ser cedidas a los inversionistas a una tasa de descuento conveniente; todo ello utilizando plataformas digitales y a tasas competitivas para las PyMEs y el financiador (Neyra Quispe, 2021). Como vertical adicional el *crowdfunding* de inversión inmobiliario o *real estate crowdfunding* tiene como objetivo la financiación colectiva de proyectos de *real estate*. El mismo puede incluso ser instrumentado bajo un fideicomiso constituido como vehículo especial de inversiones (SPV) con el fin de reducir los riesgos de la inversión y garantizar los flujos futuros (Vass, 2016) (Vogel Jr. & Moll, 2014).

2.6 Historia del *crowdfunding*

La historia del fenómeno *crowdfunding* se remonta a varios siglos atrás donde su principal desenvolvimiento tomó lugar en relación con campañas destinadas al arte, la caridad o la política (Kuppuswamy & Bayus, 2015). Como se puede evidenciar en la figura 6, uno de los primeros ejemplos se presentó en el siglo XVIII en Irlanda. En ese entonces el nacionalista Jonathan Swift estableció el Irish Loan Fund destinado a recaudar colectivamente fondos por parte de las familias más adineradas como ayuda para proveer préstamos al sector más pobre que no poseía colateral alguno ni historial crediticio que los avalase: *crowdlending* (Fronea, N/A) (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020). Como reconocidos casos adicionales se pueden mencionar los pedidos de donación al público de parte de Alexander Pope con el fin de conseguir los recursos para poder traducir y publicar la versión en inglés de La Ilíada de Homero, a cambio de incorporar los nombres de los donantes en el libro. O incluso Mozart consiguió aportes de 176 donantes para cubrir los gastos de conciertos en el Viennese Concert Hall, ofreciendo los manuscritos como retribución. El hito de la Estatua de la Libertad también fue un caso icónico: al verse pausada su construcción de parte de Francia por falta de fondos, el editor del New York World Joseph Pulitzer llevó a cabo por medio del periódico

una campaña de recaudación a partir de la cual 160.000 estadounidenses donaron el dinero necesario en el término de tan solo cinco meses (Bednorz, 2020).

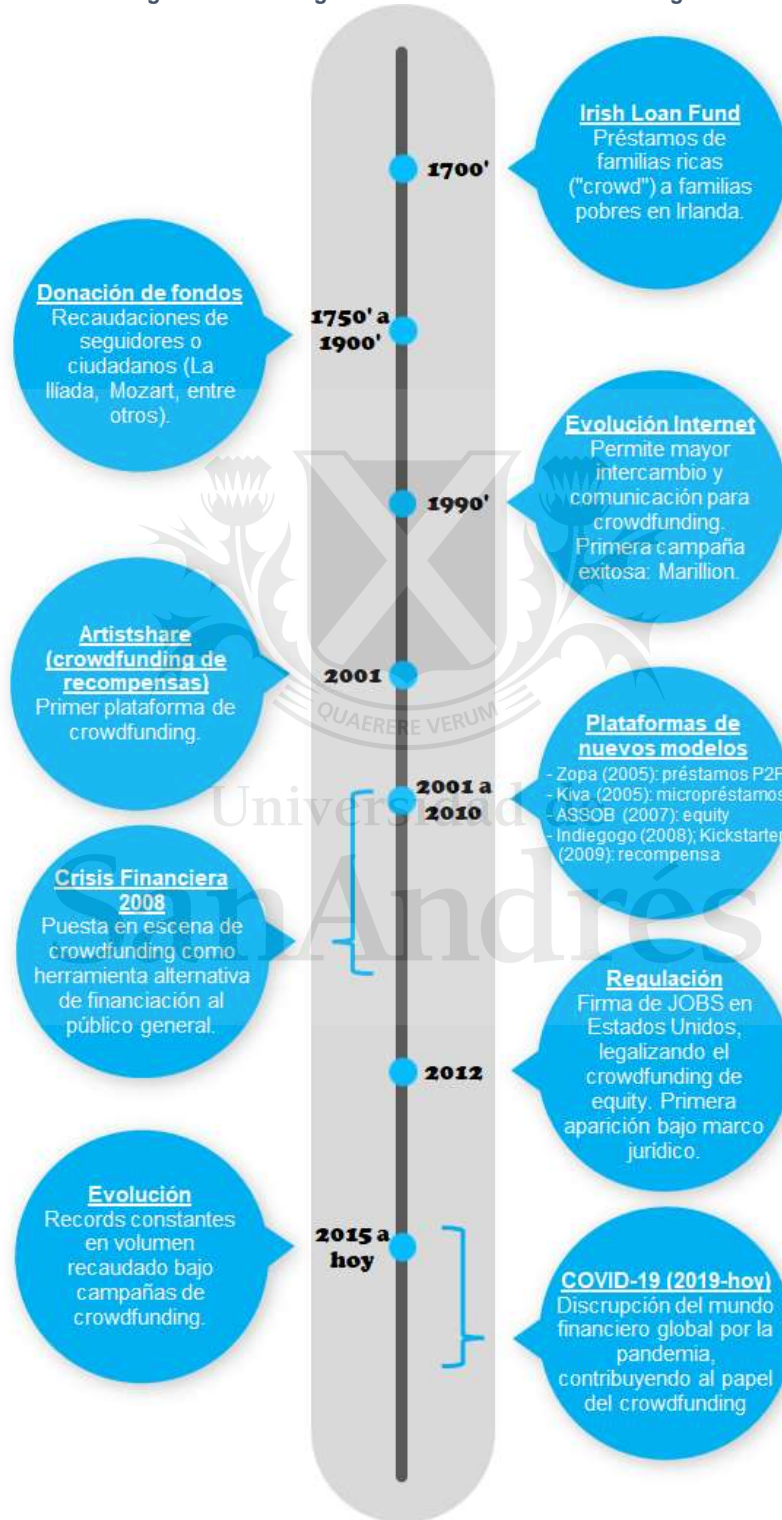
Sin embargo, la mayor proliferación acontecida a partir de 1990 tuvo como palanca principal la aparición y evolución de internet: se les proporcionó a los usuarios y comunidades una mayor facilidad para intercambiar contenido y reduciendo significativamente los tiempos requeridos para hacerlo. Muchos definen la primera campaña exitosa de *crowdfunding* a la realizada en 1997 por la banda de rock británica Marillion quien logró financiar su *tour* por los Estados Unidos gracias a las donaciones *online* de sus fans. Inspirados por el éxito, Artistshare se convirtió en la primera plataforma dedicada de *crowdfunding* con su lanzamiento en 2001. Bajo un modelo de recompensa, los artistas podían solicitar financiamiento a sus seguidores con el fin de poder cubrir sus costos de producción, a cambio de acceso gratuito y anticipado al contenido de sus obras (Baeck & Collins, 2013).

En 2005, con la llegada a Inglaterra de Zopa, la primera plataforma de *crowdfunding* de préstamos P2P, se demostró como un hecho que los bancos y entidades financieras ya no eran los únicos que poseían los recursos, tecnología e información necesarios para controlar las operaciones del sector crediticio (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020). En paralelo, Kiva se presentaba como una opción de *microlending* cuya ocupación era facilitar a los individuos el aporte de fondos como apoyo a proyectos con impacto social de emprendedores de países no privilegiados (Baeck & Collins, 2013). Poco tiempo después, *The Australian Small Scale Offerings Board* (ASSOB) tuvo su lanzamiento en 2007 en Australia, y fue reconocida como posiblemente la primera plataforma de *crowdfunding* de inversión. La misma permitía recopilar fondos por partes de múltiples inversores con el objetivo de financiar pequeñas empresas a cambio de la obtención de cierta participación (Fronea, N/A). Impulsados por el éxito de estas campañas, nuevas plataformas como las reconocidas Indiegogo (2008) y Kickstarter (2009) comenzaron a entrar en un mercado lleno de oportunidades de crecimiento (Landstrom & Parhankangas, 2019).

En paralelo, la crisis financiera del 2008 golpeaba fuertemente a la economía global, llevando a niveles mínimos la confianza de la población en el sistema financiero vigente. En dicho período se notó un acrecentamiento en el nivel regulatorio, incluyendo mayores exigencias de requerimiento de capital para los bancos, quienes comenzaron a limitar las líneas de crédito y préstamos, especialmente a pequeñas empresas, y a subir las tasas de interés cobradas. Dicha reducción de la capacidad de crédito y apetito al riesgo ocasionó naturalmente un giro brutal en la percepción del *crowdfunding* como alternativa de financiación y oportunidad de inversión. Estimulado por la expansión que las plataformas de

donación y recompensas iban acumulando, quedaban las puertas abiertas hacia una inserción del modelo también en el mercado de capitales (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

Figura 6. Cronología de la historia de Crowdfunding



(*) Fuente: Gráfico de elaboración propia.

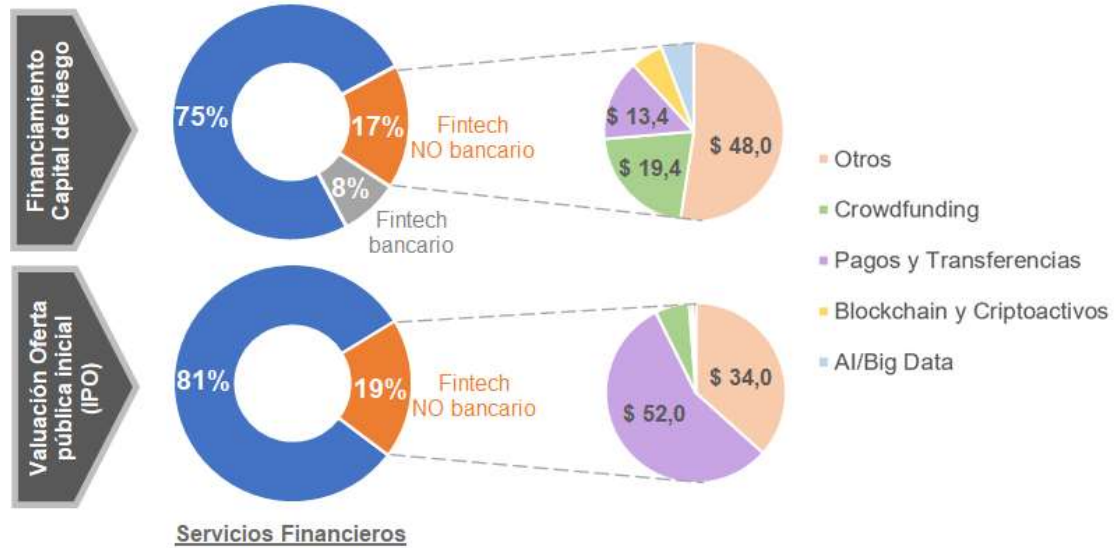
En el año 2012 otro hecho marcó un antes y después en la historia moderna del *crowdfunding*. El presidente de los Estados Unidos Barack Obama firmó el denominado *Jumpstart Our Business Startups* (JOBS) el cual legalizó la metodología de *crowdfunding* de inversión otorgando a miles de PyMEs la posibilidad de conseguir financiamiento a cambio de acciones o participaciones de su compañía. Este hito colocó al *crowdfunding* por primera vez en la historia bajo un marco jurídico (Kuppuswamy & Bayus, 2015).

Desde la perspectiva actual, el tamaño de mercado de *crowdfunding* a nivel mundial ha alcanzado los 12.270 millones de dólares durante 2020 y se espera que se duplique para el año 2027 creciendo a ratios compuestos anuales del 11% (Statista, 2021). No se debe dejar de lado que en dicho crecimiento se engloba el efecto que el COVID-19 tuvo como disrupción de los mercados globales. La pandemia básicamente obligó a los gobiernos, instituciones, compañías, emprendedores e individuos a cambiar su forma de vivir y trabajar para adaptarse a una nueva realidad digitalizada. La digitalización y los avances tecnológicos han tenido enorme impacto en los cambios de comportamiento de los individuos y empresas; claramente muchas PyMEs no lograron subsistir, pero por el otro lado muchas otras pudieron sostener sus operaciones y proyectos en parte gracias a las campañas de *crowdfunding* y a los aportes del público financiador (Shneor, Zhao, & Flaten, 2020).

2.7 Evolución del *crowdfunding*

Si bien en la actualidad las empresas Fintech no representan una significativa proporción en términos de ventas sobre el total de la industria financiera, su crecimiento, evolución y contribución a la innovación es significativa. En la figura 7 se exponen datos agregados por un estudio de Crunchbase sobre inversión y financiamiento de 52.000 compañías públicas y privadas a lo largo de mundo en 2019. Se evidencia que del total de *venture capital*, definido como una forma de financiación con capital privado que los inversores ofrecen a *startups* o pequeñas empresas con potencial de crecimiento (Hayes, 2021), una cuarta parte ha sido destinada a empresas Fintech y de las cuales entre un 3% y 4% son representadas por firmas de *crowdfunding* y *lending*. Por otro lado, del total de USD 90 billones de nuevos IPO lanzados por compañías financieras, un 20% corresponden a Fintech incluyendo a empresa de pagos y de *crowdfunding* como principales potenciadores.

Figura 7. Fintech y servicios financieros globales: fondeo y valuación



(*) Fondeo y valuación de Fintech y servicios financieros globales en 2019. Fuente: Estudio realizado por Crunchbase & IMF- World Bank y publicado en "Fintech: the experience so far" (World Bank Group, 2019).

Enfocándonos en el aspecto geográfico, en el ranking Fintech de Latinoamérica y el Caribe (LAC) de 2021 elaborado por Findexable y Mambú se coloca a Brasil, Uruguay y México dentro de los primeros tres lugares y ubicando a los dos primeros en una posición alta también dentro del ranking mundial. Dicho ranking efectúa las mediciones teniendo en cuenta la cantidad de empresas privadas Fintech dentro del país, su calidad y el entorno empresarial local donde se desenvuelven. Argentina se ubica en sexta posición a nivel regional y en el lugar número 49 a nivel global (Findexable, 2021).

Figura 8. San Fintech para Latinoamérica y Caribe (LAC) 2021

| LATINOAMÉRICA Y CARIBE (LAC) | | |
|------------------------------|-------------|----------------|
| País | Ranking LAC | Ranking Global |
| Brasil | 1 | 14 |
| Uruguay | 2 | 17 |
| México | 3 | 32 |
| Colombia | 4 | 45 |
| Chile | 5 | 47 |
| Argentina | 6 | 49 |
| Perú | 7 | 62 |
| Belize | 8 | 67 |
| Ecuador | 9 | 69 |
| Venezuela | 10 | 82 |

(*) Fuentes: Reporte Global Fintech Ranking 2021 (Findexable, 2021).

Como se menciona en la Guía de Negocios Fintech 2021 de Ernst & Young, la actividad Fintech continua su pleno crecimiento en Argentina aún durante la pandemia de COVID-19. Las palancas principales en este último tiempo se centraron en los cambios del comportamiento de compra de los individuos como consecuencia de la pandemia, aumentos del uso de billeteras digitales, digitalización para la simplificación de muchos procesos, capitalización de la oportunidad de adopción digital por parte de las empresas, entre otros; todo ello llevando a un incremento notorio en la oferta y variedad de los servicios prestados. Sin embargo, resulta prudente remarcar que el contexto actual continúa representando un desafío para las empresas Fintech principalmente en lo que respecta al aumento de las regulaciones del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y de la Administración Gubernamental de Ingresos Públicos (AGIP) (Ernst & Young, 2021).

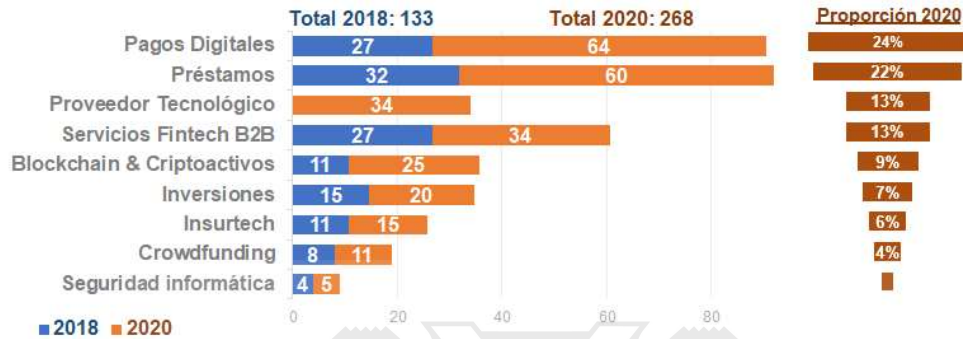
Específicamente en lo que respecta *crowdfunding*, según el reporte *Global Crowdfunding Market 2021-2025*, se espera que el mercado global haya presentado un crecimiento anual del 13,86% en 2021, con una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 15% entre 2020 y 2025. Ello representa un aumento de 196,36 mil millones de dólares de 2020 a 2025. La mayor cantidad de oportunidades de crecimiento hasta 2025 se proyecta para el mercado Asia-Pacífico (APAC), región que en 2020 representaba el 62% del peso total de mercado (Technavio, 2021).

Desde la óptica específica del financiamiento colectivo, la pandemia COVID-19 se presentó como una palanca de incentivos. Individuos y empresas, con dificultades financieras por disminución de la actividad comercial y cambios en el comportamiento de sus clientes, se enfrentaron con nuevas necesidades de fondos no satisfechas por las instituciones financieras. Ya sea por cuestiones burocráticas, por costos incrementales o simplemente por rechazos ante calidad crediticia, debieron buscar alternativas como *crowdfunding* para solventar la supervivencia de su negocio o de su familia. Por otro lado, innumerables organizaciones sin fines de lucro también han acudido a este modelo para llevar a cabo campañas de financiamiento colectivo con el fin proveer ayuda financiera a comunidades necesitadas (Technavio, 2021).

En Argentina el modelo de financiamiento colectivo aún no ha presentado un desarrollo sustancial. Si bien existen plataformas con diferentes variantes, aquellas que por el momento desempeñan un mayor peso son la referidas al *crowdfunding* de *real estate* o *crowdfunding* de préstamos P2P. La mayoría fueron constituidas entre los años 2012 y 2016, presentando perspectivas optimistas para su desarrollo a futuro. Según un estudio del ecosistema argentino efectuado en 2020, y como se puede observar en figura 9, la cantidad de empresas de *crowdfunding* del país se incrementó de 8 en el año 2018 a 11 en el año 2020. Si bien su

proporción sobre el total de empresas Fintech descendió de un 6% a un 4%, ello no es un signo pesimista sino que se relaciona con el crecimiento a ratios muy elevados del resto de verticales. En otras palabras, se está comparando un aumento importante de casi un 40% de empresas de financiamiento colectivo, que aún no ha alcanzado su auge, contra una suba del total de empresas Fintech del 102% (Bastante, 2020).

Figura 9: Número de empresas por categoría Fintech en Argentina (2018-2020)



(*) Fuente: Gráficos de elaboración propia utilizando datos del Estudio del ecosistema Fintech argentino 2020 (Bastante, 2020).

2.8 Interés general en *crowdfunding*

Un estudio elaborado por el World Economic Forum en 2017 con colaboración de Deloitte remarca que, en términos generales, las plataformas de *crowdfunding* han crecido mundialmente con una velocidad significativa, especialmente fomentadas por la demanda del producto tanto de parte de inversores como de empresas o individuos emprendedores que buscan alternativas a las formas de financiación tradicionales. Adicionalmente, se concluye que el tipo de regulación local se posiciona como un factor decisivo en cuanto al éxito de la evolución del ecosistema de financiamiento colectivo, dado que posee la fuerza de fomentar o limitar el desarrollo del producto e inserción en el sector financiero bajo un esquema de disrupción del modelo tradicional. Bajo una perspectiva adecuada, el ente regulador debiera tener el objetivo de brindar transparencia y confianza a los participantes de la industria, como así también lograr un balance entre el proteger al inversor y el dar lugar a la evolución de las plataformas a fin de poder posicionarse como fuentes de capital atractivas y accesibles (World Economic Forum, 2017).

Si bien la industria de *crowdfunding* ha logrado darse a conocer al público general como una opción viable para que los usuarios puedan considerarla como alternativas fehacientes a la necesidad de inversión y financiación, el mencionado estudio también concluye en que no existen aún las suficientes herramientas de asistencia que le brinden al inversor inexperto la ayuda y conocimiento necesario para tomar las decisiones correctas de inversión de acuerdo

con su perfil y aversión al riesgo. Y este punto resulta de vital importancia dada la existencia de una proporción considerable de inversores dentro del público general que aún necesita una mayor educación financiera que le permita lograr una comprensión real del alcance de las decisiones de inversión que se están tomando.

Aunque el concepto de *crowdfunding* no resulta novedoso, recién la evolución de la actualidad socio-económica de distintos países a nivel general le han concedido el espacio para que este formato de financiación comience a ganar impulso. Es así como los factores económicos y sociales terminan siendo la cara visible de los desafíos que presenta el sistema tradicional de financiación y el esfuerzo por tratar de buscar alternativas que satisfagan las necesidades de estabilización, adaptación y crecimiento de la sociedad. Este crecimiento económico se encuentra atado a la disponibilidad y acceso al crédito en condiciones razonables, y por ello toda restricción o recorte en las fuentes de financiamiento terminan teniendo efectos devastadores como consecuencias de las crisis económicas (Rodríguez de las Heras Ballell, 2013).

3. Escenario tradicional para obtención de financiación

3.1 Relevancia de los conceptos “crédito” y “financiamiento”

El concepto de crédito posee un enorme impacto en el desenvolvimiento y crecimiento de un país tanto desarrollado como subdesarrollado: ante una idónea disponibilidad de crédito, los individuos tienen la oportunidad de incrementar su nivel de préstamos y de consumo, mientras que las empresas pueden asimismo mejorar su acceso a fondos y elevar su nivel de inversión. Según Banu “un incremento en el consumo e inversiones genera empleos y lidera hacia un crecimiento tanto de los ingresos como de las ganancias. Aún más, la expansión del crédito influye también en el precio de los activos, incrementando por lo tanto su valor neto. La suba de los precios de los activos ofrece a sus poseedores la posibilidad de solicitar préstamos adicionales como consecuencia del incremento de su riqueza. Dicho ciclo de expansión crediticia conduce a un aumento de costos, de inversiones, de creación de nuevos puestos de trabajo, prosperidad, seguido de nuevos préstamos que producen la sensación de un incremento de riqueza, y la cual provoca que las personas se sientan más felices mientras que se continúen moviendo dentro del ciclo” (Banu, 2013).

Altas tasas de interés o de rechazos que imposibilitan el acceso al crédito tienen un impacto significativo en el mantenimiento y desarrollo de la economía del país. Aquellas PyMEs sin recursos para llevar a cabo sus proyectos presentan enormes barreras para acercar sus ideas tecnológicamente innovadoras, generar empleo formal e incentivar el desarrollo económico local. Por su lado, aquellos individuos sin opción a conseguir fondos o sin herramientas que

les permitan insertarse en el sistema financiero, sufren como consecuencia un estancamiento que los privarán de prosperar económicamente. Dicha situación fomenta lógicamente una falta de inserción financiera para con la sociedad local, principalmente para la población de menores recursos en el mercado, e imposibilita un crecimiento inclusivo y sostenible de la comunidad global. En países subdesarrollados es frecuente evidenciar que una gran porción de las transacciones crediticias tome lugar en el mercado informal, lo cual se encuentra relacionado con la imposibilidad de cumplir con los requisitos de colaterales que exigen las entidades financieras. Este tipo de financiación por lo general presenta algunos patrones diferenciales del ámbito tradicional institucional: (i) acuerdos orales en lugar de contratos por escrito, muchas veces sin involucrar garantías, (ii) segmentación del mercado basado en relaciones a largo plazo y con renovaciones de fondos reiterativas, (iii) tasas de interés más elevadas a comparación de préstamos personales bancarios, (iv) restricciones de crédito significativa a partir de la cual los prestatarios normalmente no obtienen el nivel de fondos o a tasa deseada e incluso muchos aplicantes terminan siendo rechazados, entre otros (Ghosh, Mookherjee, & Ray, 2000).

Existen diversas maneras de aminorar los inconvenientes ocasionados por la asimetría de información, selección adversa y riesgo moral, pero las mismas se deberán dirigir acorde al tipo de financiamiento y a las herramientas con las que cuente el financiador en particular. A modo de ejemplo, algunos métodos que se pueden plantear para superar estas dificultades consisten en realizar una correcta auditoría previo al otorgamiento de fondos, sumar cláusulas contractuales que restrinjan la libertad de acción del financiador, realizar rondas de asignación de fondos por etapas según cumplimiento de objetivos, exigir el revelamiento de información valiosa para la determinación del riesgo con sus debidos soportes, entre otros (Gregson, 2014). Resulta prudente aclarar que, según la herramienta utilizada, el financiado podría verse o no perjudicado. Cláusulas que restrinjan su accionar podría hacerle perder la velocidad y flexibilidad que se necesita en el comienzo de un proyecto, mientras que un adecuado revelamiento de información podría desencadenar en una correcta evaluación del riesgo por parte del financiador y una reducción del rendimiento exigido.

3.2 Fuentes de financiamiento tradicionales

Existen varias fuentes de financiamiento disponibles para PyMEs e individuos de las cuales solo algunas son compartidas entre ambos. Cada una de estas fuentes presenta diferentes características (como vigencia, costos, participantes e instrumentos), y la conveniencia de una sobre la otra dependerá de la etapa, particularidades y objetivos del solicitante de fondos. A continuación, se mencionarán algunas de estas principales fuentes:

- **Fondos propios.** Los fondos aportados por los emprendedores concentran el capital inicial de todo proyecto y representa la confianza contribuida, según la capacidad financiera, para el éxito proyecto. Este tipo de financiación puede incluir tanto aportes monetarios, como activos, líneas de crédito de una tarjeta de crédito personal, el resultado económico positivo de períodos anteriores del emprendimiento, entre otros.
- **Familia, amigos y tontos (FFF o *family, friends and fools*).** Por lo general representan los allegados del emprendedor a los que puede acceder por medio de su red de contactos. El monto recaudado es de utilidad para poder impulsar el negocio y demostrar la confianza del entorno en el momento que se decida solicitar fondos de forma externa. La forma de recaudación suele ser rápida, por bajos montos y con condiciones considerablemente flexibles. Sin embargo, dado que normalmente no se trata de inversores profesionales o calificados, pueden ocurrir situaciones que perjudiquen la relación personal: consejos rechazados por el emprendedor o que lo desvíen de su meta, o incluso el fracaso del proyecto (Gregson, 2014).
- **Deuda comercial o gubernamental.** La deuda comercial incluye la financiación que los proveedores conceden para diferir a corto plazo los pagos. Este tipo de fondeo suele acarrear un interés implícito económicamente elevado, pero dependiendo del momento puede resultar la solución óptima desde el punto de vista de costos transaccionales, liquidez y manejo de caja. Sin embargo, al contar el proveedor con información superior del financiado, resulta fundamental entender el riesgo que ello implica en cuanto al mayor poder en futuras renegociaciones (Berger & Udell, 1998). La deuda o subvención gubernamental se relaciona con recursos de distintas entidades del sector público dirigido a sectores con menores recursos o al ecosistema emprendedor o PyMEs. Esta opción es una alternativa conveniente en especial para las áreas de negocio que el gobierno local considera de interés, aunque normalmente implica obedecer requisitos complejos para poder aplicar y largos procesos de asignación del capital.
- **Gestión de activos y pasivos comerciales.** El descuento de pagaré y el *factoring* refieren a documentos emitidos por el cliente que implican un pago a futuro del producto brindado. Es posible ceder estos documentos a otra entidad a modo de poder ejercer el cobro anticipado de las facturas a un valor descontado. Desde la perspectiva de los pasivos, las opciones de cheques de pago diferido, cheques electrónicos y pagaré bursátiles son poderosas herramientas de las PyMEs que permiten diferir los pagos operacionales. Los plazos difieren en cada tipo de instrumento y, en algunos casos como el pagaré, es posible que sea avalado por una sociedad de garantía recíproca (S.G.R.) con el fin de lograr

mejores condiciones de financiamiento (Ministerio de Economía de la República Argentina, N/A).

- **Inversores ángeles (BA o *business angels*).** Refiere a individuos de gran patrimonio neto que invierten sus propios fondos como apoyo a emprendimientos de PyMEs en etapa inicial. La aceptación o rechazo del BA dependerá de cuánto valor se espera que la nueva empresa construya en un período razonable de tiempo, generando un retorno por encima de la media de mercado. Normalmente el BA no buscará tomar el control del negocio sino adquirir la suficiente confianza en el proyecto como para apostar parte de su capital propio en expectativas de futuros rendimientos y sí aportar cierto asesoramiento para lograr que ello suceda (Gregson, 2014) (Harrison & Mason, 2008).
- **Capital de riesgo (VC o *venture capital*).** Se trata de intermediarios financieros o fondos profesionales que, a cambio de un porcentaje accionario, invierten sumas significativas en *startups* en una fase de crecimiento temprano, con un plan de negocio definido, productos ya en comercialización y con al menos una pequeña cartera de clientes. A diferencia de los BA, son liderados por un gestor quien debe justificar la aceptación o rechazo de la inversión por medio de un proceso de *due dilligence*. Sumado a ello, y dado que los VC son intermediarios financieros, necesitan de algún mecanismo que asegure la factibilidad de devolución del capital a los inversores junto que un rendimiento asociado. Por lo tanto, normalmente los VC invertirán en empresas donde crean posible la existencia de una forma de salida de la inversión: a través de una oferta pública inicial con salida a la bolsa (*initial public offering* o IPO) con una subsiguiente venta de la participación del VC en el mercado abierto, o por medio de la venta de la PyME a otro inversor o empresa (Metrick & Yasuda, 2007).

Los VC tiene el poder de potenciar la performance de *startups* al brindarles un apoyo esencial que las guíe en el camino de procesos innovadores y estrategias de marketing más agresivas, logrando de esta forma una mejor profesionalización y una aceleración en el crecimiento de estas firmas. Entonces, mientras que los emprendedores son clave en la confección de la idea tecnológica, por lo general suelen ser inexpertos desde el punto de vista gestional y comercial. El VC precisamente contribuye con el aporte de capital, un buen asesoramiento de gestión incluyendo su experiencia en el mundo de los negocios, su *expertise* en lo comercial, y su conocimiento de la industria en cuestión (Keuschnigg, 2004). Es así cómo se logra un equilibrio en la dinámica.

- **Préstamos de entidades no financieras.** Ante rechazos de entidades financieras, una considerable proporción de individuos terminan accediendo al mercado informal no regulado para conseguir fondos. Por lo general se trata de acuerdos orales en lugar de

contratos por escrito, con bajos requisitos y muchas veces sin involucrar garantías, a tasas de interés elevadas, y con restricciones que impiden obtener, de no ser rechazados, los montos deseados y bajo condiciones aceptables (Ghosh, Mookherjee, & Ray, 2000). Una desventaja radica en la gestión de mora que suele ser previsible y estar regulada en préstamos formales, pero en informales no se encuentra sujeto a control alguno y suelen recurrirse a amenazas o al cobro de exorbitantes intereses por mora como mecanismos para recaudar las cuotas impagas. Adicionalmente, al tratarse de un préstamo informal, esta operación no pasa a formar parte de un historial crediticio que podría servir como información de base para otras instancias de solicitud de fondos (Ministerio de Economía de la República Argentina, N/A). Bajo esta fuente se deriva, entonces, en un círculo vicioso que parte de la necesidad de financiación de un individuo sin historial crediticio ni avales y el acudir a la solicitud de un préstamo informal a tasas elevadas que generan mayor dependencia y pobreza sin aportar a la formación de una base de datos crediticia formal.

- **Préstamos de entidades financieras.** Incluye instituciones financieras que ofrecen soluciones de crédito de diversa índole abarcando préstamos, acuerdos de descubierto, líneas de crédito, líneas de descuentos por cheques diferidos, leasing para la compra de bienes de uso, entre otros (Rojas, 2015). Por lo general el acceso a las sumas requeridas, a condiciones aceptables o incluso al otorgamiento del crédito en sí dependen de varios factores. Las entidades financieras normalmente imponen numerosas exigencias de solicitud de información dada la asimetría existente para con un solicitante que no suele contar con el mínimo historial crediticio admisible a ser utilizado en la evaluación del riesgo. Es así como herramientas como colaterales son útiles para disminuir el riesgo de selección adversa, riesgo moral y los costos de intermediación asociados a la valuación (Berger & Udell, 1998). Como complemento, las instituciones tienen la posibilidad de incorporar ciertas cláusulas contractuales o limitar extensos plazos de vigencia a fin de impedir alteraciones abruptas en la condición financiera del solicitante. Sin embargo, ello representa un obstáculo enorme para *startups* que requieren mayor flexibilidad y que necesitan estar sujetas a posibles cambios de estrategia (Berlin & Mester, 1993).

Según Ueda, un punto contraproducente para los emprendedores a la hora de acordar el comienzo de una relación con un VC consiste en que este tipo de financiación conlleva el costo de revelar la información tecnológica propia de la empresa, lo cual incentiva las posibilidades de expropiación por parte del inversor. Esta situación naturalmente no ocurriría en caso de financiación a través de un banco pero, en contraposición, el asesoramiento de negocio es mucho más pobre como así también los costos totales suben ante la profundización en la asimetría de información entre el emprendedor y el banco. La elección de financiarse con bancos o VC, entonces, por lo general depende de cuán severo es el

problema de asimetría de información entre las partes, y de cuán fuertemente se desea y puede proteger la propiedad intelectual (Ueda, 2000).

Analizando exclusivamente Argentina, se debe contemplar que no todas estas opciones constituyen fuentes accesibles para aquellos que precisan fondos. Los bajos niveles de bancarización e inclusión financiera impiden que muchas personas puedan conformar un historial crediticio idóneo al momento de llevarse a cabo un análisis de riesgo. Aún más, la falta de activos tangibles que actúen como garantía disminuye en gran medida la aptitud del solicitante en términos crediticios. Si bien se han desarrollado herramientas y programas gubernamentales enfocados en dar asistencia a ciertos sectores y fomentar la creación y crecimiento de PyMEs, en muchas ocasiones los procesos de admisión y seguimiento resulta ser demasiados burocráticos y lentos, como así también se fijan requisitos muy específicos que un solicitante debe cumplir en caso de querer aplicar. En cuanto a la financiación de PyMEs, fuentes como BA y VC locales resultan difíciles de encontrar en el país. Dado que el contexto económico y político de Argentina sufre permanentes inestabilidades, resulta más riesgoso para este tipo de agrupaciones mantener operaciones localmente.

3.3 Determinación de estructura de capital óptima

En una PyME la necesidad de conseguir fondos que le posibilite mantenerse, cumplir sus obligaciones y llevar a cabo sus proyectos, suele jugar un rol importante. La gran pregunta radica entonces en cómo obtener los fondos y cuál es el óptimo *mix* de capital y deuda. Existen varias teorías expuestas a lo largo del tiempo, que se enfocan en tratar de responder estas cuestiones clave en una empresa.

El teorema de Modigliani y Miller establece que, en mercados perfectos, completos y eficientes, el valor de una empresa es independiente del método de financiación utilizado. En su lugar, la estructura de capital óptima estará fijada a partir de la concesión entre los beneficios y costos aportados por la deuda. Inicialmente el financiamiento vía deuda resulta más económico dado que existe una ventaja impositiva por ser los intereses del préstamo deducibles de impuestos a pagar, incrementando las ganancias operativas luego de impuestos y disminuyendo el costo de capital promedio de la empresa. A medida que el nivel de deuda crece también lo hacen los costos asociados por aumentar el nivel de riesgo de la entidad, incluyendo suba del riesgo de estrés financiero que puede acrecentar los costos de agencia y costo de quiebra o bancarrota (Kraus & Litzenberger, 1973).

En contraste, la teoría del orden jerárquico impulsada por Myers, basa sus fundamentos de elección de fuente de financiamiento a partir del concepto de asimetría de información bajo

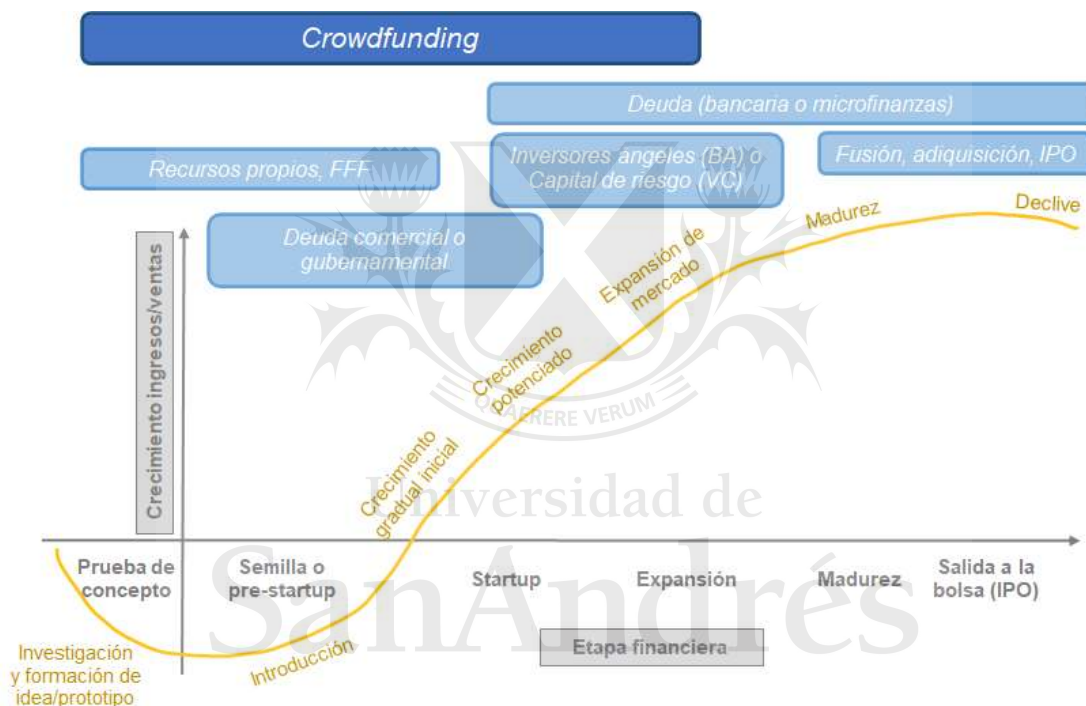
la cual el inversor, quien cuenta con menos información que el emprendedor, interpreta como señales de rendimiento las decisiones de financiación puestas en marcha por los gerentes de la empresa. Dicha teoría establece que existen tres formas generales de financiarse: fondos internos, deuda, y emisión de nuevo capital. Una empresa inicialmente preferirá financiarse de forma interna, demostrando su fortaleza de poder financiarse con fondos propios y ganancias retenidas. De no ser factible, la segunda fuente de financiación pasará a ser la deuda externa, a partir de la cual los gerentes estarían enviando señales sobre su confianza en el emprendimiento acerca de su crecimiento y cumplimiento de obligaciones. En última instancia, la financiación a partir de la emisión de nuevo capital estaría indicando que el nivel gerencial considera que la empresa se encuentra sobrevalorada y buscan aprovechar la situación previo a la caída del precio de las acciones, razón por la cual los inversores estarían dispuestos a dar un menor valor a dicha emisión. Esta teoría se formula bajo el supuesto de que los gerentes de la PyME actúan bajo el interés de los accionistas existentes, tomando las decisiones correctas para maximizar el valor de la empresa (Myers, 1984) (Barclay & Smith, 2005).

Si bien dichas teorías pueden aplicarse a todo tipo de empresas, se debe observar que las PyMEs presentan grandes cambios durante las diferentes etapas que atraviesan en su evolución. Es así como se es posible sugerir que no existe una teoría unificada de estructura de capital, sino que más bien la decisión puntual y temporal depende ampliamente de la etapa dentro del ciclo de vida en la que se encuentre (Ang, 1991). A diferencia de grandes empresas, las PyMEs y en especial las *startups*, poseen la característica de ser opacas en términos de información: no concretan contratos o acuerdos visibles públicamente, los datos de clientes y proveedores quedan resguardados, no poseen obligación de emisión de reportes auditables externamente, su historial crediticio es cuasi nulo, entre otros. Por ello resulta arduo transmitir de manera creíble su calidad a la vez que se dificulta la formación de cierta reputación beneficiosa al momento de solicitar fondos externamente. Dadas estas peculiaridades, las PyMEs presentan un ciclo de crecimiento financiero según el cual las necesidades y alternativas financieras irán cambiando a medida que evolucionen, ganen mayor experiencia y reputación, y adquieran mayor transparencia en términos de información para con el público.

Tal y como se expone en la Figura 10, por lo general las PyMEs en sus primeras etapas utilizarán fondos internos o de familia y amigos mientras que se trabaje en el desarrollo del concepto del producto a ofrecer y bajo un plan de negocio más robusto. En esta instancia, resulta muy difícil el acceso a financiación de bancos, VC o BA, dado que la empresa aún no cuenta con recursos suficientes para sustentar el negocio o no existe un plan de negocio sólido (Lasrado, 2013). Al proceder a la etapa de *startup*, el emprendedor ya debería contar

con una propuesta de negocio consistente independientemente de si el producto se está o no comercializando, la cual toma la forma de un documento de venta para obtener fondos de un BA (Horvatinović & Orsag, 2018). Típicamente, la financiación de un VC es factible una vez que se cuenta con un producto ya testeado en el mercado utilizándose los fondos para financiar la producción y comercialización en conjunto con demás gastos fijos que permitan el escalonamiento (Rossi, 2014). Los VC normalmente invierten en *startups* que ya haya recibido algunas rondas de capital de parte de BA. Los préstamos bancarios como fuente de financiación recién serían alcanzables cuando la PyME cuente con un nivel de operatividad y de activos tangibles aceptable como para ser utilizados como colateral (Berger & Udell, 1998).

Figura 10: Ciclo de financiación de un emprendimiento



(*) Fuente: Gráfico de elaboración propia usando datos de "Crowdfunding in Finland: a new Alternative Disruptive Funding Instrument for Business" (Lasrado, 2013).

Para la decisión entre capital y deuda también se debe considerar que cuando una empresa se financia a partir de una emisión de nuevo capital, a los nuevos inversores se les asigna un porcentaje de acciones y control licuando la correspondiente participación y control de los fundadores o inversores preexistentes. Por el contrario, aquellos financiadores que aporten por medio de un préstamo no toman posesión de una porción de la empresa, sino que su única relación se establece a través de un contrato donde se fijan los derechos y obligaciones de cada una de las partes. Poseen un menor riesgo que un inversor de capital por existir

requerimientos de colaterales como así también por mantener un reclamo preferencial por sobre los accionistas en caso de quiebra (Berger & Udell, 1998).

Bajo este escenario, *crowdfunding* puede pasar a ser un reemplazo o complemento en la financiación de una PyME durante las etapas iniciales de un emprendimiento, previo a su expansión, y es por ello que el análisis expuesto en este trabajo se centra principalmente en el período *startup* de una empresa.

Según la figura 11, y continuando en línea a la existencia de diferentes etapas de crecimiento en una *startup*, Paschen contribuye en la recomendación de elección del modelo idóneo de *crowdfunding* según en ciclo de vida en cuestión. En una etapa primaria de “*Pre-startup*” cuando el emprendimiento aún no puede generar ingresos y se encuentra desarrollando el concepto del producto y plan de negocio en sí, el riesgo de fracaso del proyecto es alto por lo que el emprendedor no está en condiciones de ofrecer una retribución. Por ello en esta instancia es recomendable acceder a un *crowdfunding* de donación cuyos fondos se utilizarán para solventar los gastos de investigación y desarrollo y testeos. En la etapa de “*startup*” cuando ya se cuenta con una propuesta de negocio más sólida y un mínimo producto viable del proyecto, el emprendimiento pasa a necesitar fondos para cubrir gastos fijos de producción, operación y comercialización. Para la PyME en esta fase ya le es posible ofrecer una retribución monetaria o en especie ya sea bajo el esquema de intereses o producto tangible, por lo que modelos de *crowdfunding* de recompensa o de préstamo serían los óptimos. Ambos modelos le ayudarán al emprendedor a proceder a una validación del producto y mercado a partir del impacto que la campaña logra en términos de demanda y de retroalimentación. Por último, en una etapa de “*crecimiento*” bajo la cual la PyME ya debería ser más eficiente y rentable, el riesgo de fracaso disminuye y el nivel de información verificable crece. Estas características, sumado al hecho de que el capital requerido como soporte para la evolución del negocio es mayor, convierten al modelo de *crowdfunding* de inversión en el ideal para esta fase (Paschen, 2016).

Figura 11: Marco de referencia para crowdfunding de start-ups

| Etapa | Pre-startup | | Startup | | Crecimiento | |
|-----------------------------------|---|---|---|-------------------------|--|--|
| | Destino de los fondos financiados | | Destino de los fondos financiados | | Destino de los fondos financiados | |
| | Ajuste del enfoque del problema/solución | Validación del producto | Validación del mercado | Penetración del mercado | Expansión del mercado | |
| ¿Información PYME es verificable? |  25% |  50% |  75% | | | |
| Modelo de Crowdfunding óptimo | Donación | | Recompensa o Préstamo | | Inversión | |
| Retribución ofrecida | Retorno no tangible | | Retribución no monetaria o intereses | | Parte de la empresa y de los beneficios | |

(*) Recomendaciones en la elección del tipo de crowdfunding según la etapa de la start-up. Fuente: Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle (Paschen, 2016).

En conclusión, resulta difícil incorporar al *crowdfunding* dentro de cualquiera de las teorías tradicionales de estructura de capital y financiación, dado que no todos los supuestos se cumplen para este modelo por el lado de oferta y demanda. Y aún más, las condiciones varían según el ciclo de vida en el que se encuentre el emprendimiento (Horvatinović & Orsag, 2018). Sumado a ello, y a diferencia de lo que sucede en grandes empresas, en una PyME la decisión de estructura de capital se torna más difícil dada la opacidad de su información, falta de activos intangibles que actúen como colateral, alto riesgo por tratarse de un emprendimiento en sus primeras etapas, y un fuerte incentivos de parte de los fundadores por mantener el control de la empresa (Berger & Udell, 1998).

Todas las recomendaciones expuestas en este apartado constituyen un marco de referencia generalista y global en cuanto a las fuentes y tipos de modelos idóneos según la etapa del ciclo de vida de una PyME. No obstante, resulta esencial tomar en consideración todas las características que conforman a la empresa y proyecto en sí, así como también los objetivos, condiciones y preferencias específicas de los fundadores.

4. Análisis de *crowdfunding* como fuente alternativa de financiamiento

4.1 Ventajas ofrecidas por *crowdfunding*

Aporta valor a la economía general de una sociedad. *Crowdfunding* tiene la potencialidad de incrementar la oferta de crédito total, especialmente destinado a innovación, dar lugar al desarrollo de nuevas ideas que de otra forma no hubiesen prosperado, generar numerosos puestos de trabajo tanto debido a la aparición de nuevas plataformas tecnológicas como por consecuencia la consecución de los proyectos y crecimiento de la empresas en cuestión, facilitar la inclusión financiera de individuos con dificultades de acceso al crédito, incentivar el interés de perfiles profesionales y no profesionales al ampliar el rango inversores y dar a conocer múltiples opciones de financiación en proyectos innovadores, entre otros (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014).

Menor costo de capital. Según las características del solicitante de financiación, *crowdfunding* resulta ser una alternativa de acceso a fondos a menor costo. Ello se logra en función a la mayor cantidad y mejor emparejamiento entre financiadores y solicitantes a partir del espacio de contacto que genera la plataforma tecnológica, la posibilidad de incluir otras compensaciones intrínsecas adicionales a la retribución monetaria y generación más información de valor para el desarrollo del producto y procesos de comercialización (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014). De esta forma se contribuye a aumentar el valor generado desde la parte solicitante de fondos y una disponibilidad voluntaria de disminuir el rendimiento solicitado desde la parte inversora.

Desde la visión de la plataforma tecnológica, el aporte en reducción de costos transaccionales se posiciona como un eje central del modelo de *crowdfunding*. Gracias a la evolución tecnológica, en comparación a entidades financieras tradicionales se logra, por ejemplo, menores costos de búsqueda, una significativa automatización de procesos, eliminación o unificación de funciones, automatización y complementación con nuevos datos en los modelos de calificación crediticia y minimización de recursos tangibles y horas de dedicación humana. Todo ello optimiza la transaccionalidad disminuyendo los costos operativos de todas las partes involucradas (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014).

Mayor probabilidad de encontrar inversores interesados en realizar aportes. Gracias a la revolución del internet y del acceso tecnológico a dispositivos móviles de comunicación, resulta mucho más eficiente conectar financiadores y solicitantes de fondos con intereses y necesidades acordes entre sí (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014). Los tiempos y costos disminuyen significativamente por la disposición de búsquedas online, sumado al servicio como facilitador que brinda la plataforma tecnológica, a la vez que la barrera geográfica se desintensifica al atenuarse la exigencia de proximidad de las partes.

Reducción de la exposición al riesgo por parte de los inversores. Dado que en *crowdfunding* no hay mayores exigencias en los montos mínimos de los aportes a efectuar por los financiadores, la porción comprometida para un proyecto termina representando un peso pequeño sobre su patrimonio total. De esta forma, el inversor tiene la posibilidad de destinar fracciones poco significativas de su capital en varios proyectos y/o diversos tipos de inversión, permitiéndole diversificar su cartera y disminuir el riesgo global (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014). El argumento de protección al inversor, especialmente al no profesional, resulta ser un objetivo primordial de los entes reguladores al momento de desarrollar marcos normativos y ello se evidencia al imponer límites máximos de aportes para un período determinado, ya sea por proyecto, por plataforma tecnológica, o a nivel global.

Reducción de asimetría de información a partir de incentivos en lograr una buena comunicación entre inversores y fundadores de proyectos. La era de internet y de la comunicación digital fomentan una eficiente interacción entre las partes permitiendo una acercamiento y seguimiento a bajo costo. Considerando, entonces que el costo económico no confluente una barrera, los inversores se ven motivados a solicitar continuamente información sobre el proyecto. Previamente a concretar su aporte, usarán dichos datos para evaluar su interés, riesgo y conveniencia en la financiación, mientras que, una vez

efectivizado, irán monitoreando la evolución del proyecto para asegurarse que se esté cumpliendo con la disposición original o para entender el motivo de cambios y demoras. En cuanto a los solicitantes de fondos, buscarán comunicar los detalles del proyecto, siempre y cuando ello no implique conflictos de protección de ideas o patentes. Su motivación radica en reducir la asimetría de información generando confianza e interés en la campaña, y así conseguir el nivel de fondos requerido para crecer. En el caso de emprendimientos, las PyMEs también indagarán en la retroalimentación que puedan obtener desde los financiadores específicamente sobre su opinión acerca del producto que se está desarrollando (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014). El apoyo o las sugerencias serán de gran valor para el desarrollo de la idea y de demás procesos de marketing y comercialización, y viabilizarán realizar los ajustes idóneos para que el proyecto sea mejor recibido en el mercado.

En la financiación de proyectos, resulta importante remarcar que estos incentivos de buena comunicación y fomento de relación entre ambas partes contribuyen a ir formando una masa de potenciales clientes leales que no solo consuman el producto en un futuro, sino que también introduzcan en el mercado la misión y valor de la empresa (Rossi, 2014).

Generación de información de valor para el desarrollo de ideas. Siguiendo el punto anterior, en *crowdfunding* el emprendedor tiene la opción de aprovechar las instancias de comunicación con los inversores para intercambiar opiniones y sugerencias sobre el producto planteado en el proyecto. Toda la retroalimentación positiva y negativa resulta de gran valor dado que actúa de forma similar a una investigación de mercado, abriendo la posibilidad de modificaciones en el producto en sí, en el nicho de mercado apuntado o en los canales de comunicación y comercializados planificados. Aún más, el interés que el proyecto genere dentro de los potenciales inversores y el éxito o fracaso de la campaña de recaudación de fondos también es un indicador de la potencialidad base del producto en desarrollo. De esta forma se logra, previo a que el producto se comunique masivamente, ir generando la atención del público y validando el diseño y propuesta (Schwienbacher & Larralde, 2010) con el fin último de reducir la varianza de la demanda pos-lanzamiento e incrementar la tasa de éxito del proyecto en el mercado (Lauga & Ofek, 2009).

Acceso de nuevos inversores y nuevas oportunidades diversificadas de inversión. En *crowdfunding*, si bien regulatoriamente se suelen definir ciertos límites en el capital que un inversor puede aportar, ello no impide que nuevos perfiles no necesariamente profesionales hagan efectivo su interés de experimentar formas alternativas de inversión. De esta forma, se abren las puertas a una mayor cantidad de potenciales inversores, generalmente limitados a modo protector por los entes reguladores, como así también a una mayor diversificación de

productos para el inversor minorista a partir de proyectos innovadores previamente evaluados por la plataforma (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014).

Acceso preferencial y apoyo a nuevos productos o experiencias. En *crowdfunding* por recompensa, la idea de disponer de forma anticipada de una versión del servicio o producto o de ser retribuidos de alguna forma no necesariamente monetaria (por ejemplo, con una mención en un libro u obra), es realmente valorada por el financiador. Estos eventos por lo general conllevan un incremento del valor percibido por la parte inversora no tanto desde la perspectiva tangible sino por la satisfacción que se genera el hecho de contar con un producto que no está en el mercado, de tener un trato o mención preferencial o simplemente poder manifestar el apoyo a una idea apasionante. Del lado emprendedor, no solo se logra recaudar los fondos requeridos con una demanda asegurada, sino que este interés de demanda generado ayuda a convalidar la idea en desarrollo (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014).

Retribución social por formar parte de una comunidad. Los participantes pueden presentar distintas motivaciones para formar parte de un proyecto de *crowdfunding*. Las motivaciones extrínsecas se encuentran relacionadas con una retribución externa, como una compensación monetaria, recompensa en especie, o reconocimiento. Por otro lado, las motivaciones intrínsecas están más asociadas al placer o diversión en sí de realizar cierta actividad (Kleemann, Voss, & Rieder, 2008). Este fenómeno puede ser utilizado como base para argumentar el por qué algunos financiadores contribuyen a un proyecto solo por el mero hecho de adentrarse en una actividad social que les permita interactuar con una comunidad afín a sus intereses, lograr un sentido de pertenencia a una iniciativa emprendedora, recibir las últimas novedades bajo una comunicación directa con el emprendedor, o simplemente por formar parte de una causa social (Schwienbacher & Larralde, 2010) (Ordanini, Miceli, Pizzetti, & Parasuraman, 2011).

Formalización de otorgamiento de créditos. Hemos mencionado que es frecuente encontrar una gran cantidad de operaciones crediticias dentro del mercado informal, ya sea por recurrir a prestamistas no financieros como a la familia y amigos dentro de la propia red social. Estos acuerdos implican una limitación geográfica tendencial y una predominancia de contratos orales (Ghosh, Mookherjee, & Ray, 2000) (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions, 2015). *Crowdfunding* permite enmarcar la financiación bajo un esquema y validez contractual formal, dejando en claro las obligaciones y derechos de cada parte y disminuyendo el impacto negativo que un fracaso o imposibilidad de repago pueda generar en la relación social

(Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014). Asimismo, contribuye a que las solicitudes de fondos y comportamientos asociados pasen a formar parte del historial crediticio, lo cual es esencial para conseguir mejores condiciones en futuras financiaciones (Ministerio de Economía de la República Argentina, N/A).

Posibilidad de optimización a partir de las variedades de modalidades de *crowdfunding*. Dado que *crowdfunding* ofrece múltiples opciones de categorías, incluyendo alternativas híbridas, el emprendedor de un proyecto cuenta con la posibilidad de seleccionar la versión que mejor se adapte a sus preferencias, características y/o a la etapa del ciclo de vida de la empresa. Incluso puede continuar utilizando el financiamiento colectivo para obtener distintas rondas de capital desde la etapa inicial hasta las subsiguientes de crecimiento e ir variando de modalidad en modalidad a medida que el emprendimiento evoluciona, sus necesidades financieras cambian y su generación de información de negocio aumenta.

4.2 Potenciales riesgos y desventajas involucrados en *crowdfunding*

Tal y como se expuso en el apartado anterior, los beneficios que otorga *crowdfunding* justifican su complementariedad a las formas tradicionales de financiamiento e inversión que existen en la actualidad. Incluso puede ayudar a ganar acceso al sistema financiero con una consecuente generación de oferta de crédito y mayor penetración al mercado formal. No obstante, así como sucede con otros productos financieros, el financiamiento colectivo también presenta potenciales riesgos que le son inherentes a la actividad en la que se desenvuelve. Algunas de estas desventajas son compartidas con las fuentes tradicionales de financiación, mientras que otras le son propias por las características particulares del modelo desarrollado.

Riesgo de solvencia y asimetría de información entre financiadores y solicitantes de fondos. Dentro de *crowdfunding* no existe una regulación que especifique la información y documentación que las partes deben compartir entre sí, lo cual da lugar a un espacio de asimetría de información entre los financiadores y los solicitantes de fondos, con su consecuente desconfianza e incertidumbre en la determinación del riesgo de solvencia, liquidez y crédito (BBVA, 2018). En *crowdfunding* de inversión el impacto ocasionado por la asimetría de la información se amplifica ya que además de incluir preocupaciones sobre la voluntad de repago, capacidad de entregar el producto o éxito propuesto en una campaña, también añade inquietudes sobre la capacidad de crear valor patrimonial a nivel empresa (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014). No obstante, como se ha mencionado, es posible implementar ciertos mecanismos en el financiamiento

colectivo para reducir las consecuencias negativas de este tipo de fallas típicas de los mercados financieros. Dado que el financiamiento colectivo tiene la particularidad de permitir y fomentar la interacción entre las partes vía la plataforma, foros o redes sociales, los solicitantes de fondos pueden ofrecer garantías al brindar mayor transparencia durante todo el proceso (antes, durante y luego de la recaudación) y mantener continuo contacto e interacción con los financiadores a fin de dar señales positivas de la calidad de la financiación. Los inversores o prestamistas, por su lado, podrán también utilizar los mismos medios para recopilar mayor y mejor información, tanto desde la comunicación con el financiado como con otros financiadores. El nivel de regulación lógicamente también tendrá un efecto sustancial en el grado de transparencia obligatoria y de garantías protectoras. En caso de ser considerado insuficiente, la plataforma tecnológica también puede autorregularse imponiendo ciertas reglas de juego, requisitos y obligaciones con el objetivo de aminorar las consecuencias de esta falla. Estos esfuerzos de reducción de asimetría de información son entonces buscados tanto por los financiados, como por los financiadores y la misma plataforma, basándose en las potenciales consecuencias positivas para todas las partes y apalancándose en las posibilidades de interacción que acerca el uso de herramientas digitales y sociales.

Por otra parte, dadas las características de *crowdfunding*, también es factible que surja una consecuencia adicional denominada comportamiento de rebaño. Dicha condición ocurre cuando los financiadores realizan inferencias sobre la calidad del proyecto en función al mayor o menor apoyo colectivo de otros financiadores de la masa. En muchos casos esta situación puede representar una ventaja para la eficiencia del modelo dado que la masa puede nutrirse, conformar y compartir datos y análisis de valor que reduzcan la asimetría de información existente y contribuyan a la decisión final de aporte de fondos. No obstante, bajo otras circunstancias el comportamiento de rebaño se torna irracional cuando las decisiones de financiación se llevan a cabo contemplando solo el accionar de otros financiadores y sin realizar ningún tipo de auditoría o investigación individual. Incluso podría darse un escenario de *free-rider* si los financiadores optasen por posponer su aporte efectivo hasta asegurarse de que la campaña haya sido examinada por otros participantes y haya alcanzado cierto umbral que indique signos de buena calidad (Renwick & Mossialos, 2017).

Baja oportunidad para llevar un proceso cara a cara de *due diligence*. Tradicionalmente el proceso de financiamiento de una empresa en sus etapas iniciales se lleva a cabo dentro de la zona geográfica donde se encuentra radicada. Ello resulta como consecuencia de las necesidades por parte de los financiadores de un trato personal cara a cara para implementar un óptimo análisis de *due diligence* y de esa forma aminorar los problemas de asimetría de información y detección de riesgos reales. Por su lado, para el segmento individuos, previo a

la asignación de un préstamo o crédito formal también se da este trato personal y se lleva un proceso de análisis de riesgo crediticio a partir del historial y de la documentación presentada a fin de fijar los plazos, condiciones y montos límites que la entidad está dispuesta a ofrecer.

En *crowdfunding*, sin embargo, dicha interacción física no ocurre. Tanto el análisis de factibilidad por parte de la plataforma tecnológica, como la publicación de campañas, recaudación de fondos, y seguimiento del proyecto se llevan a cabo de forma *online* (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014). Es así como los potenciales inversores cuentan básicamente con la información publicada en la misma plataforma y demás datos que puedan recopilar de forma unilateral sobre el proyecto y sus fundadores para el caso de PyME, y sobre la categorización crediticia brindada por la plataforma para el caso de individuos.

Requisitos de divulgación de información del proyecto. El hecho de buscar financiación con un VC acarrea el costo de revelar la información de propiedad intelectual de la empresa quedando sujeta a una posibilidad de expropiación. En la teoría, una expropiación de la idea o procesos no es la causa de los requerimientos exhaustivos de información sino más bien el intentar atenuar los problemas de asimetría de información entre ambas partes. A pesar de ello, en *crowdfunding* para ciertas empresas el hecho de divulgar información en un foro público puede contribuir a mayores preocupaciones a sufrir imitaciones de la competencia o a presentar un impacto negativo en el poder de negociación con proveedores. Y el riesgo de divulgación es aún mayor en *crowdfunding* de inversión dado que no solo se comparte información sobre el desarrollo del proyecto en sí sino también sobre los procesos, empleados, costos, clientes, estrategias y demás planes de la empresa en forma general (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014). Aun así, es innegable que para que la campaña tenga éxito resulta fundamental revelar cierto grado de información sobre el proyecto a los potenciales financiadores, aunque no todos van a requerir la misma cantidad y nivel de detalle. Aún más, considerando que el aporte a realizar no representa una porción significativa de su patrimonio, el costo-beneficio de dedicar tiempo y esfuerzo en la investigación y análisis del proyecto lleva a que resulten más propensos a acceder en la inversión contando solo con los informes publicados y complementando con algunas observaciones de redes sociales.

Potencialidad de demoras en el repago y riesgo de crédito. El riesgo al crédito se relaciona a la probabilidad de pérdida del financiador ante incumplimientos de las obligaciones del solicitante de fondos. Ante sugerencias sobre que el *crowdfunding* da lugar a un remarcado nivel de casos fraudulentos en comparación con otras alternativas, Mollick argumenta que, tomando como ejemplo los proyectos de tecnología y diseño de la empresa

de *crowdfunding* Kickstarter, solo el 0,5% del total del volumen en dólares representan potenciales casos de fraude. Entonces, más que un problema de fraude, lo que remarca es una tendencia a demoras en la concreción exitosa de los proyectos al comparar con las promesas originales de las campañas. En términos generales, la mayoría de los proyectos presentan alguna demora siendo el promedio aproximadamente de 2,4 meses. La explicación del retraso se da por las tendencias optimistas de los emprendedores para con el proyecto y sus resultados, y por los diversos inconvenientes a afrontar cuando sucede un éxito inesperado, como problemas en las entregas, producción, cambios de escala, dificultades administrativas, entre otros (Mollick, 2014).

En *crowdlending* a individuos, la plataforma tecnológica puede fijar al público una tasa de interés para cada préstamo en función al análisis crediticio, o informarla solo a los potenciales prestamistas a modo de sugerencia y abriendo la opción a una subasta que termine estableciendo la tasa definitiva. En este caso se publica el nivel de default dado que la tasa de interés será acorde a los plazos y riesgos a ser asumidos, y el prestamista tomará la decisión final en función a sus características y nivel de aversión al riesgo.

Inexperiencia de los emprendedores y costo de oportunidad de asesoramiento profesional. En especial en los emprendedores primerizos, nos podemos encontrar con fundadores que poseen increíbles ideas, pero no cuentan con las competencias suficientes en cuanto a los ámbitos de gestión del negocio, manejo de ventas, comercialización, procesos administrativos, entre otros. Este aspecto puede ser compensado con ayuda de la experiencia de inversores de capital como BA y VC, quienes ya cuentan con ciertas aptitudes e información dado su historial en el campo (Schwienbacher & Larralde, 2010). En el modelo de financiamiento colectivo, estas figuras que actúan como guías no suelen estar disponibles. El contacto e intercambio de ideas para con la masa de financiadores será de gran utilidad para el desarrollo del servicio o producto, pero, si los emprendedores carecen significativamente de las habilidades mencionadas, existe una mayor probabilidad de que el proyecto sufra demoras o fracase. Complementariamente, dado que en *crowdfunding* tiene vital importancia la forma de presentar y publicitar las campañas con el fin de despertar el interés de potenciales financiadores, es posible que una buena idea derive en un fracaso si el equipo emprendedor no sabe cómo “venderla”. Es imperioso remarcar que, ante un fracaso público, el valor de la idea del proyecto pierde fortaleza disminuyendo las posibilidades de encontrar otra fuente para financiarla y en paralelo también queda dañada la imagen y reputación de los socios y fundadores de la empresa.

Riesgos operativos. Se relaciona con la posibilidad de sufrir pérdidas como consecuencia de ineficiencias en procesos o gestión del propio solicitante, hechos externos que puedan

afectar a un proyecto, fallas en el sistema de la plataforma, entre otros (BBVA, 2018). Estas fallas pueden dificultar el proceso de publicación de la campaña, recaudación de fondos, efectivización de aportes y servicios complementarios poscampaña. Más allá del proceso operativo en sí, pueden terminar afectando negativamente la reputación de alguna de las partes o incluso en divulgación de información sensible en caso de fallas de ciberseguridad.

Ausencia o parcial regulación del modelo según la geolocalización. Dependiendo del país en cuestión, la regulación del modelo se encuentra desarrollada en mayor o menor medida, hecho que es consecuencia de varios factores como la importancia cada alternativa de financiación en el país, en su peso sobre la totalidad de operaciones de crédito en términos de cantidad y volumen, el contexto socio-económico y político, entre otros. Lo que persiste es la incertidumbre sobre la aplicación de estas políticas dado que normalmente no abarcan la transparencia y detalle necesarios para facilitar la comprensión, protección y evolución en el modelo (BBVA, 2018). Este punto se profundizará en la sección 6.

4.3 Propuestas de mejoras como complemento al modelo de *crowdfunding*

A continuación se desarrollarán algunas propuestas con el objetivo de generar un apalancamiento sobre las ventajas diferenciales de *crowdfunding* aminorando el impacto negativo que acarrearán los riesgos del modelo, basado en sugerencias de mejoras para reforzar aún más los beneficios del ámbito Fintech.

Incorporación de asesoramiento profesional adicional para favorecer la probabilidad de repago. La plataforma tecnológica podría tomar la iniciativa de incorporar o de establecer alianzas con profesionales calificados que puedan brindar asesoramiento de valor durante el proceso de estructuración del plan de negocio, definición de estrategias de comercialización, armado de la campaña de *crowdfunding* y seguimiento del proyecto. Este servicio beneficiaría al modelo en su conjunto: reemplaza la guía que normalmente brinda un BA o VC al proyecto del emprendedor reduciendo los potenciales riesgos de fracaso tanto para la PyME como para el financiador. Asimismo, bajo esta alternativa, se podría reducir la asimetría de información entre solicitantes de fondos y la plataforma tecnológica dado que esta contaría con una mayor cantidad y calidad de datos de la empresa y proyecto, y podría encontrarse en mejores condiciones para certificar la calidad y fiabilidad de la campaña a publicarse (Belleflamme & Lambert, *Crowdfunding: some empirical findings and microeconomic underpinnings*, 2014). Similar proceso podría aplicarse a modo de asesoramiento en educación financiera en préstamos P2P con el fin de brindar herramientas para el eficiente uso de fondos y mejorar las tasas de default.

Lógicamente, al representar un costo de consultoría profesional, podría quedar como un servicio opcional ofrecido por la plataforma y el solicitante es quien tomaría la decisión de requerirla luego de balancear los beneficios incrementales y su mayor costo asociado.

Generación de confianza para con los participantes en el uso de la plataforma tecnológica. Las plataformas tecnológicas claramente son negocios con fines de lucro cuyos ingresos se encuentran altamente asociados a la cantidad de proyectos y créditos P2P que exitosamente logran llevarse a cabo. Es así como surge el interés esencial de generar atención y atraer numerosos potenciales participantes sobre los cuales se trabaje para lograr la conexión deseada y consecución de una transacción crediticia. Para ello, resulta fundamental que la plataforma se centre en dar lugar a campañas de buena calidad y presentar una calificación de riesgo lo más asertiva posible con el fin de coincidir con las expectativas de la parte financiadora. De esta forma se desarrolla una enorme motivación para calificar a los solicitantes con las mejores herramientas disponibles, disminuyendo en gran medida el riesgo de fraude de las campañas publicadas (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, 2014). Una posible estrategia para mitigar la desconfianza para con un solicitante de fondos honesto y encontrar las oportunidades menos riesgosas desde el punto de vista fraudulento, consiste en el establecer un sistema de reputación en la misma plataforma tecnológica. Esta podría publicar el historial de solicitudes llevadas a cabo por un individuo o empresa y cuáles fueron los resultados en cada caso, pudiendo incluso comparar con el promedio de mercado (Belleflamme, Omrani, & Peitz, The economics of crowdfunding platforms, 2015).

En complemento, en el siguiente apartado se tratan algunas sugerencias que podrían ayudar a reducir la asimetría de información entre financiadores y financiados, permitiendo una mejor estimación de la probabilidad de default de pagos ante una solicitud de fondos.

Foco en esfuerzos para aminorar el inconveniente de asimetría de información. Muchos individuos sostienen la idea de que, al tratarse *crowdfunding* de un proceso simplificado en términos de burocracia y requisitos de documentación y garantías, queda aún más expuesto a potenciales riesgos ante la existencia de asimetría de información. Sin embargo, especialmente cuando se trata de financiamiento de PyMEs, existen mecanismos para salvar esta barrera partiendo de ciertas condiciones como base: (i) diseñar de forma detallada el plan del proyecto justificando los supuestos, elección del público objetivo, procesos y herramientas a implementar y comprometiéndose a cierto calendario de entregables; (ii) clarificar el equipo de fundadores y socios, con sus ideales, experiencias, funciones y perspectivas; (iii) especificar no solo el producto o servicio sino también la estrategia de marketing que se llevará a cabo para comercializar y difundir la idea; (iv) ofrecer una

interacción constante con el financiador seleccionando canales de divulgación de hitos y de intercambio de consultas o sugerencias. Todas estas particularidades deben ser contempladas por el emprendedor y realizadas con ayuda de la plataforma tecnológica, como medio para reducir la brecha de información entre las partes con su consecuente generación de desconfianza. La plataforma podría establecer como requisito obligatorio de lanzamiento de una campaña la publicación de ciertos datos mínimos del equipo emprendedor y su proyecto, ofreciendo asesoramiento para una óptima publicación de la idea. El compartir información esencial tanto de forma previa como posterior al lanzamiento de la campaña y efectivización del aporte, como así también el fomentar una relación y contacto estrecho entre los participantes son mecanismos que llevan a reducir asimetrías de información, generar de mayor confianza en la propuesta del proyecto y sus referentes, y brindar una mayor claridad del potencial riesgo implicado.

Algunos aportes que parten propiamente desde la plataforma tecnológica incluyen el proceso de selección y calificación de campañas, publicación de información necesaria para los financiadores, aseguramiento de la transaccionalidad y demás herramientas que permitan una interacción simplificada entre las partes. Desde la perspectiva de selección y calificación, hemos mencionado la importancia de que la plataforma cuente con las herramientas óptimas para validar la identidad, intenciones y riesgos asociados con los solicitantes de fondos, a través de procesos completos de *know your customer* (KYC), detección de fraude, de prevención de lavado de activos y financiamiento de terrorismo (PLAFT) y de calificación crediticia. Estos procesos pueden ser llevados a cabo no solo utilizando las herramientas standard de mercado sino también incorporando datos blandos de forma complementaria (Bellón & Ruiz-Verdú, 2018). Desde el punto de vista de publicación de información, se mencionan mecanismos en cuanto al establecimiento de un mínimo de datos requeridos a ser divulgados por la campaña, fomento de utilización de foros y redes sociales, y fijación de un sistema de reputación que ayude a calificar a los proyectos, financiadores y financiados según experiencias anteriores en la plataforma. También se incluye como contribución en ambas etapas la incorporación de inversores profesionales tercerizados que brinden asistencia a los proyectos, recopilen información para una mejor calificación del riesgo asociado a una campaña o individuo, y generen ciertas señales de calidad para facilitar la confianza en la financiación.

Adicionalmente, un financiamiento por etapas del proyecto también sería viable como una alternativa de reducción de asimetría de información. El hecho de establecer un calendario de rondas de capital, a llevarse a cabo únicamente tras cumplir ciertas condiciones e hitos previamente fijados, resulta una buena opción para asegurar el cumplimiento de las obligaciones del solicitante de fondos.

Desde el lado de *crowdlending* P2P, la plataforma tecnológica tiene la tarea de fijar o sugerir la tasa de interés para el otorgamiento de un préstamo a cierto individuo, dato que se calcula normalmente a partir de un modelo de calificación crediticia. Es posible complementar la interpretación del riesgo de *default* por parte del prestamista con información adicional a ser brindada por el solicitante: explicación del motivo de solicitud, una foto, la tasa de interés máxima que está dispuesto a pagar, entre otros. Todos estos datos blandos conforman una oportunidad para entender la complejidad del comportamiento humano en cuanto a su voluntad y capacidad de pago, independientemente de la situación crediticia determinada por datos duros. De esta forma es posible mejorar el poder predictivo del *score* crediticio tradicional haciendo uso de datos no standard del prestatario en complemento con las variables financieras standard de mercado (Iyer, Khwaja, Luttmer, & Shue, 2016). Es esperable que, ante mismas condiciones, solicitantes de fondos percibidos como más confiables reciban una mejor calificación crediticia y una menor probabilidad de *default* (Belleflamme, Omrani, & Peitz, The economics of crowdfunding platforms, 2015).

En complemento, si bien la plataforma debe cumplir con las reglamentaciones locales, muchas veces estas reglas establecidas por los entes públicos resultan insuficientes para lograr un marco de transparencia y confianza que fomenten la utilización de *crowdfunding* como alternativa de financiación. Es en este punto en donde la plataforma puede contribuir en la implementación de reglas internas a aplicar según el tipo de participante y basándose en las experiencias y comportamiento de los mismos usuarios. Todo cambio y esfuerzo debiera estar justificado desde el lado de generación de beneficios, protección, optimización de condiciones y maximización de volumen transaccional para las partes, tratando de mantener reducido al mínimo la burocracia administrativa que pueda incrementar tiempos y costos en el modelo.

5. Contexto argentino para el desarrollo de *crowdfunding*

Tal y como se ha señalado, en Argentina el *crowdfunding* se desenvuelve todavía en una etapa muy primitiva. Si bien se demostró que el crecimiento de las empresas Fintech en el país se ha tornado cada vez más veloz, los avances en el modelo de financiamiento colectivo parecen ser todavía insuficientes aún en comparación con otros países de Latinoamérica. Sin embargo, también se ha expuesto que todas las verticales Fintech, incluyendo *crowdfunding*, siguen evolucionando a cifras reveladoras y ello se debe principalmente de un cambio socio-económico y tecnológico brutal sin el cual esta revolución nunca se hubiese dado.

5.1 Factor económico argentino

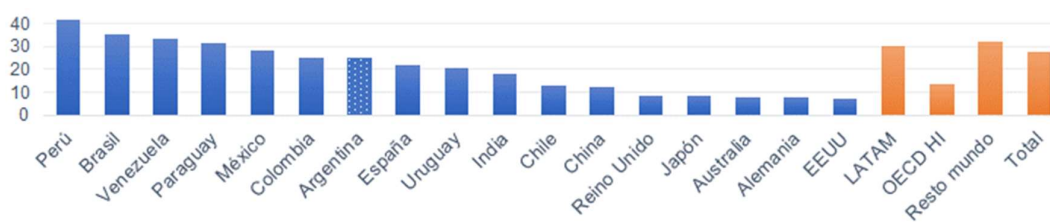
En primer lugar, un **factor económico** remarca a lo largo de los años consecuencias significativas a partir de las crisis internas y externas con impacto local producto de la globalización. Crisis como la *subprime* del 2008 o COVID-19 del 2020 hasta la actualidad, acarrear grandes problemas de liquidez tanto para individuos como para empresas o entidades financieras, ocasionando a su vez dificultades de financiación ante una escasez de fondos y restricción al crédito. Sumado a ello, las ineficiencias de mercado tienden a agravarse en mercados pocos desarrollados como el argentino, perjudicando aún más el proceso de solicitud de fondos y volviéndolo más inaccesible, burocrático y costoso.

Este efecto dado por el bajo desarrollo económico, medido en términos de PBI per cápita, no es el único que explica la baja profundidad y pobre inclusión al sistema financiero argentino. Según un informe de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), existen varios factores de índole macroeconómico asociados con dificultades de estabilidad dadas por el contexto económico e institucional que limitan el acceso y uso de los instrumentos financieros vigentes en el mercado (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), 2019).

Por un lado, se menciona el pobre grado de seguridad jurídica y/o calidad de las instituciones que perjudica el hacer cumplir correctamente los contratos ante una operación. Sin dicha certeza y previsibilidad, queda afectada la coordinación de las acciones entre las distintas partes y se deriva en una menor seguridad y confianza en la transacción.

En segundo lugar, un alto grado en informalidad económica justifica una menor penetración a herramientas financieras del mercado formal. En la figura 12 se puede evidenciar una posición argentina del 25% por debajo del promedio del 30% de LATAM pero lejana al de otros países más desarrollados, incluyendo a Uruguay y Chile. Este punto se explica a partir de casos como el no disponer de documentación o garantías requeridas, pobre historial crediticio, querer evitar la exposición de ciertas actividades u operaciones frente a entes públicos o privados debido, por ejemplo, a perjuicios impositivos, controles administrativos o excesiva burocracia.

Figura 12: Grado de informalidad económica mundial (2015)

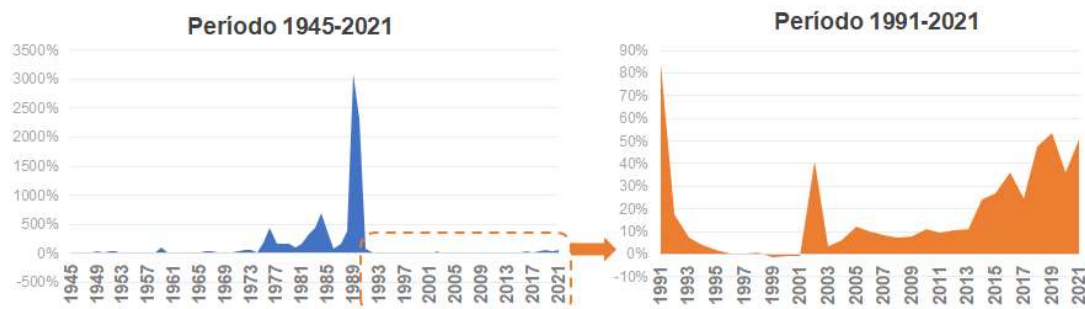


(*) Fuente: Gráfico de elaboración propia usando datos de *Shadow Economies Around the World: What Did We Learn Over the Last 20 Years?* (Medina & Schneider, 2018).

Por otro lado, y asociado a la variable anterior, las importantes cargas impositivas y los dinámicos esquemas regulatorios o administrativos que se evidencian en Argentina no contribuyen a un interés en la inserción a la formalidad. El peso en las alícuotas de los impuestos que degradan aún más los ingresos percibidos, sumado a reglas de juego demasiado versátiles que complejizan su entendimiento y posibilidad de cumplimiento, llevan a gran parte de la población a mantenerse en el mercado informal tanto económica como financieramente.

Por último, los desequilibrios macroeconómicos complementan la explicación de la falta de confianza en organismos públicos y desinterés en el acceso y uso de instrumentos financieros, incluyendo solicitudes de financiamiento. Esta vulnerabilidad se puede asociar, por ejemplo, a variables como alta tasa de inflación, volatilidad en la tasa de crecimiento en términos de PBI, desigualdad en la distribución de ingresos, o devaluación incremental del peso argentino. Todos estos efectos se reflejan en las continuas crisis internas por las que ha atravesado el país a lo largo del tiempo, generando recesiones, pérdida de empleo, subas en los índices de pobreza, desequilibrio de deuda externa, caídas en la inversión y ralentización del crecimiento económico. A modo de ejemplo, en las siguientes figuras se expone la evolución de la tasa de inflación y de la tasa de conversión del peso argentino contra el dólar estadounidense, según las cuales se puede evidenciar la mencionada inestabilidad que resulta en un contexto macroeconómico poco previsible, con alto potencial de daño a la sociedad y, por ende, escasamente confiable. En la figura 13, se muestran los extremos de un nivel de precios de productos y servicios que ha alcanzado períodos deflacionarios a fines de los '90, por un lado, y períodos de extrema inflación en el orden del 3.000% en los '80, por el otro, con una tendencia alcista que se plantea desde comienzo de la década del 2.000. En la figura 14, se manifiesta la misma tendencia alcista desde 2012 hasta la actualidad en la devaluación del peso argentino en contraposición al dólar de Estados Unidos, tanto para el mercado de divisas oficial como para el informal.

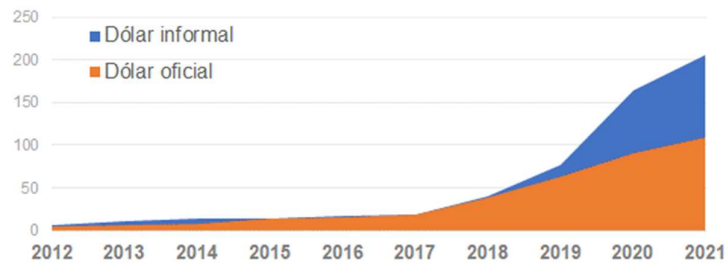
Figura 13: Evolución de la tasa de inflación en Argentina



(*) Evolución de la tasa de inflación en Argentina para el período 1945-2021 y foco en el período 1991-2021.

Fuente: INDEC.

Figura 14: Evolución tasa de conversión peso argentino contra dólar estadounidense 2012-2021



(*) Fuente: BNA y Ámbito.

En complemento al estudio de FIEL, existen varios índices que demuestran la poca profundidad del sistema financiero argentino. Según fuentes del BCRA e INDEC, en lo que refiere al crédito formal el porcentaje de adultos argentinos con financiación en el sistema financiero ampliado (SFA), conjunto que abarca a entidades financieras (EEFF) y a proveedores no financieros de crédito (PNFC), alcanzó un 47,8% en junio 2021. Tal y como se muestra en la figura 15, durante 2019 y 2020 se denota una reducción gradual de este indicador con un estancamiento en los últimos meses contemplados, principalmente por efecto del financiamiento de las líneas de crédito de PNFC que contuvo una caída del ratio global SFA impulsada por la disminución de crédito en EEFF. Dicha baja demuestra el impacto de la pandemia en el acceso al crédito, desincentivando un estímulo a la recuperación previo a la implementación de programas de asistencia.

Figura 15: Porcentaje de personas humanas con financiamiento sobre la población adulta (Argentina)

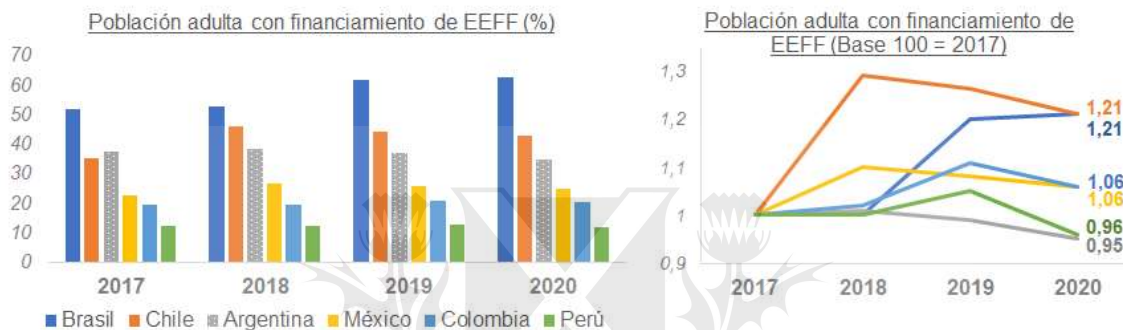


(*) Porcentaje de personas humanas con financiamiento sobre la población adulta en Argentina entre 2017 y 2021. Las EEFF incluyen entidades financieras, mientras que las PNFC incluyen emisoras de tarjetas de crédito y/o compras bancarias (ETCNB) y otros proveedores no financieros de crédito (OPNFC). Fuente: Informe de Inclusión Financiera. Primer semestre 2021 (BCRA, 2021).

Resulta indispensable remarcar que, si bien los saldos otorgados por los PNFC simbolizan una porción importante de créditos a personas físicas y jurídicas, representan un porcentaje bajo del total de préstamos del sistema financiero. Ello se debe a que el saldo promedio del

crédito bancario es significativamente superior al no bancario, otorgando una importancia relativa mayor de los primeros dentro del conjunto total de crédito formal (Cuccaro, Sangiácomo, & Tumini, 2022). Al comparar al nivel regional, Argentina se ubica en tercer lugar en cuanto al porcentaje de adultos con financiamiento de EEFF, luego de Brasil y Chile. Como se puede evidenciar en la figura 16, la condición desfavorable no se determina por la comparación del indicador al cierre del 2020 sino por la caída de la evolución del ratio entre 2017 y 2020. Mientras que los demás países de la región presentan mejoras entre un 6% y 21%, a excepción de Perú, Argentina muestra una caída del 5%.

Figura 16: Comparación regional de acceso a financiamiento en entidades financieras ("EETF")

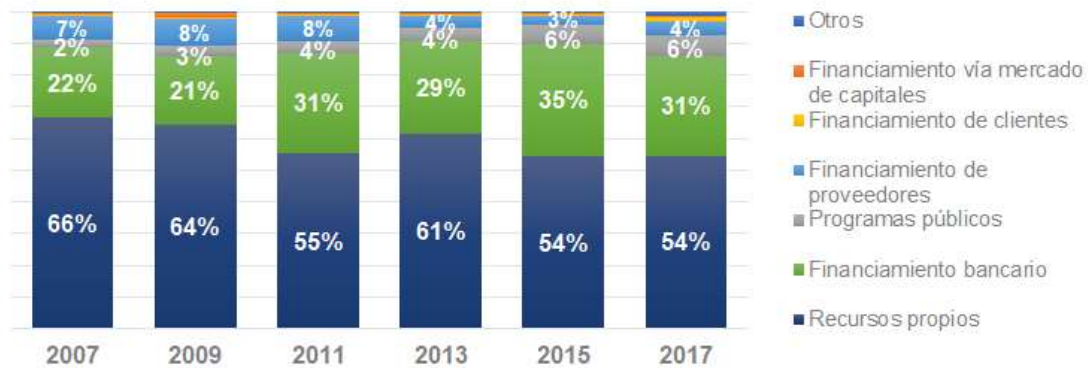


(*) A la izquierda, comparación regional del porcentaje de personas humanas con financiamiento de EETF sobre la población adulta entre 2017 y 2021. A la derecha, se adiciona la comparación de dichos indicadores en 2020 versus 2017. Fuente: Informe de Inclusión Financiera. Primer semestre 2021 (BCRA, 2021).

Según estudios posteriores, el porcentaje de población adulta con financiamiento comenzó a mostrar señales de recupero durante el segundo semestre de 2021, traccionado principalmente por la actividad de asistencia de los bancos públicos ante el período de emergencia por la pandemia COVID-19. Dentro de las nuevas políticas de estímulos asumidas por el BCRA se incluyó un conjunto de instrumentos para expandir el crédito bajo condiciones favorables a individuos y a PyMEs como los programas Tasa Cero, Líneas MiPyMEs, entre otros (BCRA, 2022).

Desde la perspectiva PyME y según la figura 17, la fundación Observatorio PyME especifica que históricamente las principales fuentes de financiación han sido alrededor de un 60% de recursos propios, abarcando ganancias internas, aportes de los fundadores o socios y otros recursos propios de la empresa, y aproximadamente un 30% de crédito o préstamo bancario. Otras fuentes secundarias aún quedan relegadas en comparación, dejando en evidencia el subdesarrollo financiero del país (Fundación Observatorio PyME, 2018).

Figura 17: Fuentes de financiamiento de las inversiones de las PyME argentinas (% del total invertido)



(*) Estructura de financiamiento PyME en Argentina entre 2007 y 2017. Fuente: Fundación Observatorio PyME.

Como complemento en la figura 18 se analizan, a partir de una encuesta llevada a cabo en 2021 por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa, cuáles son los principales obstáculos para acceder al financiamiento, estableciendo al nivel de exigencia en los requisitos y a las condiciones no favorables de crédito como las principales barreras (Confederación Argentina de la Mediana Empresa, 2022).

Figura 18: Principales obstáculos de las PyMEs argentinas para acceder al financiamiento en 2021

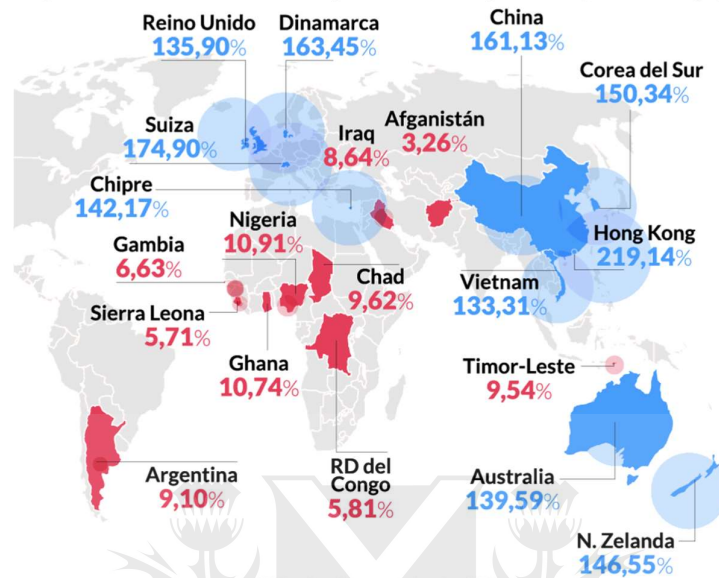


(*) Fuente: Confederación Argentina de la Mediana Empresa.

Todos estos indicadores y circunstancias contextuales explican la caracterización de baja madurez y desarrollo del mercado financiero argentino. Es así como se presentan reducidas oportunidades tanto para el inversor que tiene a su alcance una menor diversidad de opciones en donde aportar y hacer rendir su patrimonio, como para el solicitante de préstamos que debe lidiar con mayores restricciones en el mercado de crédito y/o peores condiciones. Esta limitación en la profundidad financiera argentina también se puede evidenciar en la figura 19 donde se compara globalmente el indicador de los créditos totales del sector privado sobre el total del PBI. Dicho ratio en Argentina se posiciona en un 9,10% en septiembre 2019 siendo uno de los más bajos del mundo y alejado ampliamente del 45% de promedio regional y del 89% de promedio global. Esta proporción de crédito privado viene cayendo desde un 16% en 2016 hasta un 7,3% en febrero 2022 y se explica a partir de un contexto local con una

aceleración de la tasa de inflación, remarcada recesión, y alta desbancarización de la población, con impacto paralelo de las crisis contemporáneas.

Figura 19: Crédito del sector privado como porcentaje del PBI (%)



(*) Comparación internacional del crédito privado sobre PBI en 2019. Fuente: Infobae con datos del Banco Mundial, BCRA y ministerio de Hacienda (Sticco, 2019).

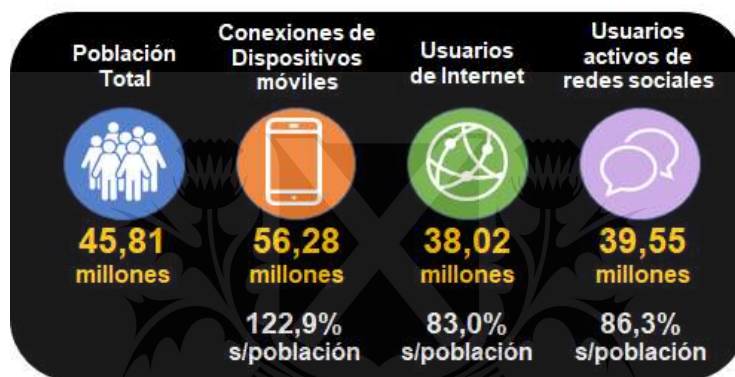
5.2 Factor tecnológico argentino

En un segundo lugar de los factores que explican la revolución Fintech, un **factor tecnológico** con avances sustanciales liderado por internet y las telecomunicaciones facilitan tendencias innovadoras en varias industrias, incluyendo la financiera. Sin la revolución tecnológica, no se hubiese logrado tal posibilidad de acceso a una interacción y comunicación transfronteriza que nos acerque formas más fáciles y económicas de conseguir, crear y compartir información o de acceder a una mayor cantidad y variedad de oportunidades. Este punto es también un eje clave en el desarrollo de la inclusión financiera desde una óptica de apertura y acceso remoto a cuentas y productos financieros, pagos y cobros digitales, solicitudes no presenciales de crédito, entre otros. La importancia del rol de internet y los dispositivos móviles, entonces, refiere a constituir herramientas que faciliten este acceso a servicios financieros, a una mayor penetración y extensión en su uso, más ajustados a las necesidades de los usuarios y bajo mejores condiciones en cuanto a costo, simplificación de los procesos y facilidad de comprensión en su utilización.

El modelo de *crowdfunding* es posible gracias a la globalización de internet y a la mayor penetración en servicios móviles ante una mejor y más desarrollada infraestructura. Como se puede observar en la figura 20, del total de la población argentina integrada por 45,81 millones

de personas a enero 2022, 38,02 millones son usuarios de internet. Esto significa que un 83% posee acceso a una conexión de internet, penetración que creció un 4,7% respecto del 2021. A modo de referencia, este ratio alcanza los 62,5% a nivel global y un 75% a nivel promedio en Sudamérica, ambos inferiores a los que se presentan en Argentina. Desde la óptica de cantidad de conexiones de teléfonos móviles, el país en cuestión presenta 56,28 millones de casos, equivalente a un 122,9% sobre el total poblacional. Dado que no es ilógico que una persona disponga de más de un dispositivo, resulta totalmente factible que el número de conexiones supere a la cantidad de habitantes. Si comparamos contra el ratio de 67,1% mundial, confirmamos que Argentina supera ampliamente el promedio global.

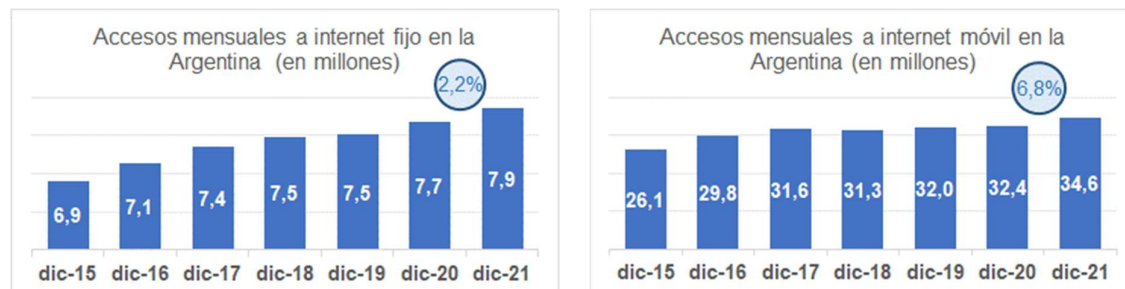
Figura 20: Resumen de adopción y uso de dispositivos y servicios con conexión (Argentina 2022)



(*) Resumen de adopción y uso de dispositivos y servicios con conexión para Argentina en febrero 2022. Fuente: Digital 2022: Argentina. The essential guide to the latest connected behaviours (We are social & Kepios, 2022).

Siguiendo la misma línea, informes del INDEC revelan continuas expansiones en los accesos mensuales de servicios de internet móvil y fijo año tras año, en ambos casos con un peso preponderante del segmento residencial de entre un 90% y 95%. En la siguiente figura vemos que en diciembre 2021 los accesos a internet fijo alcanzaron 7,9 millones mientras que los de internet móvil llegaron a 34,6 millones, con un incremento contra diciembre 2020 del 2,2% y 6,8%, respectivamente.

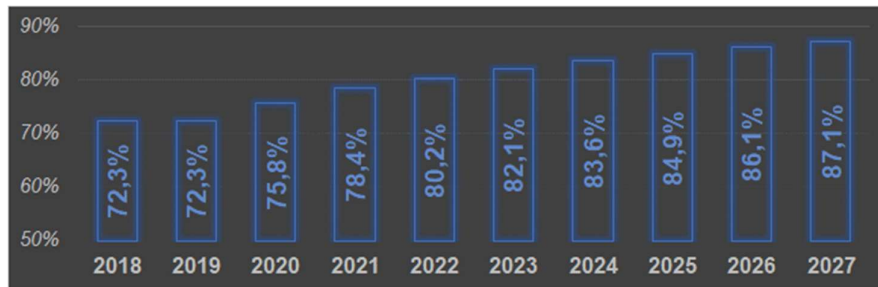
Figura 21: Evolución de los accesos a internet en Argentina



(*) Evolución de los accesos a internet fijo (izquierda) e internet móvil (derecha) en el territorio argentino, medido en millones de accesos mensuales. Fuente: INDEC

Con vista hacia los períodos futuros, Statista parte de los datos actuales de usuarios que han accedido a internet utilizando su dispositivo móvil para calcular las proyecciones futuras. Según dicho análisis, se espera un aumento de la penetración desde un 80,2% en 2022 a un 87,1% en 2027 con un incremento gradual anual.

Figura 22: Penetración de usuarios de internet móvil en Argentina



(*) Evolución de la penetración de usuarios de internet móvil en Argentina, medido en porción de la población de cualquier rango etario con acceso al menos de una vez al mes utilizando el navegador o alguna aplicación del celular. Fuente: Statista

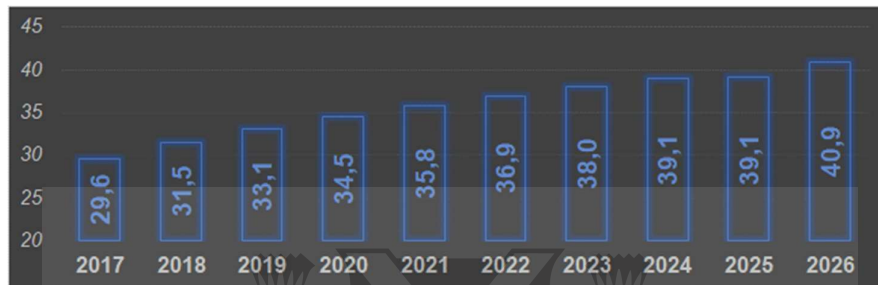
5.2 Factor social argentino

En tercer lugar, un **factor social** inclina a la persona individual a formar parte de una comunidad con constante interacción e influencias sobre los participantes. Gracias a los avances tecnológicos, la relevancia del concepto de comunidad excede toda limitación geográfica para pasar a centrarse en la creación de un sentido de pertenencia alrededor de intereses comunes. En el caso de *crowdfunding*, estos intereses se relacionan con el apoyo no lucrativo a una campaña de donación o recompensa no monetaria como así también al aporte a una iniciativa emprendedora. Y no solo los financiadores buscan formar parte de esta masa, sino que los creadores de campañas también están motivados a participar de esta conexión, fomentar el intercambio de ideas, y expandir el alcance promocional del proyecto por medio de la red de contactos de los participantes. Es en este punto en el que las redes sociales toman un rol fundamental en la habilitación a la comunicación e interacción de este grupo formado a partir de una idea en común: complementan a las herramientas de la plataforma tecnológica en la conexión de las partes, fomentan un intercambio continuo de información e influencias incentivando este sentido de pertenencia, sirven de promotores tanto para viables financiadores del proyecto como para potenciales consumidores futuros del producto, y contribuyen a la formación de una reputación pública y masiva del emprendedor. Volviendo a la figura 20, vemos que un 86,3% del total de la población argentina es usuaria activa de redes sociales, ratio que excede al promedio global de 58,4% y al promedio de Sudamérica de 79%. Estos usuarios pueden no representar individuos

únicos, pero resulta un buen indicador para validar el alto nivel de penetración e interés de los habitantes argentinos en redes sociales.

Según un informe elaborado por Statista en 2020, se proyecta un aumento gradual de los usuarios de internet activos en redes sociales. En esta instancia, considerando exclusivamente usuarios con acceso al menos una vez al mes, se expone un incremento esperado de 34,5 millones en 2020 a 40,9 millones en 2026.

Figura 23: Cantidad de usuarios de redes sociales en Argentina



(*) Evolución de la cantidad de usuarios de redes sociales en Argentina, medido en millones de individuos con acceso al menos de una vez al mes utilizando cualquier dispositivo. Fuente: Statista

En resumen, *crowdfunding* se presenta como una alternativa de financiación para una mayor cantidad de personas y, en especial, para un sector de la población históricamente excluido. Es correcto asumir que las condiciones de aplicación del modelo deben ser tratadas adecuadamente a fin de no generar potenciales riesgos, pero también es justificable que Argentina presente las características propicias para que el modelo tome relevancia e interés por el público. Un mercado financiero cuya oferta de crédito no llega a abastecer la demanda de fondos de individuos y PyMEs, una brecha con una gran proporción de la población que se encuentra excluida financieramente, en conjunto con un acceso generalizado a internet, telefonía móvil e interés en redes sociales y formación de comunidades por encima de la media global, dan lugar a un contexto base en el cual *crowdfunding* puede aportar gran valor como solución democrática al problema del crédito.

6. El peso de la regulación en la evolución de *crowdfunding* y su aplicación en Argentina

La disrupción generada no solo por *crowdfunding* sino a nivel Fintech en general conlleva grandes beneficios económicos a partir de un aumento la competitividad, eficiencia e innovación como así también mejoras significativas en la sociedad en términos de inclusión financiera. Sin embargo, también acarrea riesgos desde el punto de vista individual como

usuario y desde el global como sistema económico-financiero a partir del aumento en la complejidad y de la generación de crédito adicional que se precisa en toda innovación financiera. El desafío de los entes reguladores precisamente se basa en encontrar un punto intermedio entre el fomento de esta disrupción financiera con innegables complejidades tecnológicas a fin de aprovechar oportunamente los beneficios, y la protección necesaria para con los consumidores, inversores y sistema financiero en general. Existen aspectos clave adicionales que pueden identificarse como críticos dentro del marco a regular, como ser la privacidad, protección de datos, ciberseguridad, divulgación digital de información, el uso de servicios financieros para detectar lavado de activos y financiación de terrorismo o casos de fraude, minimizar los conflictos de intereses, resolver los problemas de identificación, entre otros (Bromberg, Godwin, & Ramsay, 2017) (Rodríguez de las Heras Ballell, 2013). Las normas jurídicas son justamente las que buscan generar este marco regulatorio que, previo a una correcta investigación y análisis, establezca cuáles son los derechos y obligaciones de los participantes, cómo se limita su accionar y qué herramientas existen para la resolución de situaciones de conflicto. En otras palabras, de aplicarse correctamente, estas reglas jurídicas por un lado buscan proteger los intereses de las partes mientras a su vez optimizan el desenvolvimiento y crecimiento de la actividad regulada (Bravo Jiménez, 2017).

Según se explica en el reporte Revolución Fintech elaborado por el BBVA, existen tres posturas o enfoques que los gobiernos de diferentes países han adoptado a la hora de tomar la decisión sobre cómo regular la industria Fintech. Estos enfoques explican en gran proporción el por qué en un país el crecimiento de la industria se llega a dar de forma más abrupta, más gradual a lo largo de un período de tiempo mayor, o totalmente limitada y con contratiempos para las empresas incipientes. La modalidad de regulación termina determinando tanto las barreras de entrada para los jugadores interesados, como así también el tiempo en el que les es posible escalar. En términos generales, los inversores se sienten más seguros en entornos bien regulados (BBVA, 2016). Los tres enfoques son:

- **Enfoque activo.** Los entes reguladores buscan adentrarse en el entendimiento del negocio de las Fintech, en los pasos necesarios para lograr la evolución deseada y en los obstáculos que podrían presentarse a lo largo del proceso. Existe una estrecha relación y colaboración con las empresas Fintech, buscando alcanzar el objetivo común de inserción y crecimiento local. Por un lado, los organismos reguladores logran nutrirse y comprender las necesidades de la industria y mantenerse actualizados en los avances tecnológicos y financieros en cuestión. Por otro lado, las Fintech logran ser incluidas en el proceso de confección de la regulación desde las etapas iniciales, pudiendo solicitar orientación por parte de los entes gubernamentales y diseñar de antemano los desarrollos requeridos que le permitan cumplir con la reglamentación de una forma más fácil y eficaz. De esta manera

las empresas pueden perfeccionar un modelo de negocios ya alineado a los requerimientos regulatorios, sin llegar al punto de tener que realizar posteriores modificaciones que les insuman sus escasos recursos. Este enfoque activo contribuye a fomentar la transparencia de la industria Fintech y fomenta un aumento de la confianza tanto a los usuarios del producto Fintech como a los inversores, por sentirse más seguros en ambientes propiamente regulados.

- **Enfoque Pasivo.** Los entes reguladores no buscan fomentar un ambiente de contribución al desarrollo de la industria Fintech ni animar a las empresas a plantear las oportunidades y obstáculos en el proceso de evolución del negocio. Sin embargo, estos organismos tampoco tienen el objetivo de interponerse ante dicho desarrollo y posicionarse como obstáculos incrementales. Incentiva una autorregulación.
- **Enfoque restrictivo.** Al contrario de los enfoques anteriores, el ente regulador se instaura como un limitante al desarrollo Fintech. Varias pueden ser las motivaciones que lo llevan a adoptar esta postura como ser tener aversión al riesgo y cambio del “status quo”, poseer en sus procesos administrativos demasiada burocracia como para dar a lugar a cambios radicales en el sector financiero, temor a conflictos políticos que puedan surgir a partir de modificaciones en la industria tradicional, entre otros.

Según el IMF-World Bank, a pesar de existir diferencias en la manera en la que distintos países están aprovechando las oportunidades que otorga Fintech para potenciar el crecimiento económico e inclusión financiera, no hay duda de su impacto global a la hora de ofrecer servicios financieros. En estos términos si bien la evolución del mercado está permitiendo la inclusión de nuevos jugadores incrementando la competitividad y eficiencia, resulta fundamental que los países ofrezcan un balance entre la oportunidad de desarrollo y la necesidad de regulación ante aparición de nuevos riesgos que pudiesen poner un juego la estabilidad e integridad económica. La búsqueda de servicios digitales e infraestructuras accesibles para toda la sociedad debe complementarse con un necesario monitoreo de riesgos por parte de los entes reguladores (World Bank Group, 2019).

Dado que los modelos de *crowdfunding* presentan diferencias entre sí, resulta crucial obtener una buena comprensión del funcionamiento de cada esquema a fin de establecer bajo qué marco normativo se actuaría en cada caso tanto en lo que respecta las obligaciones de las partes como así también los sistemas de resolución de conflictos. No siempre la ley aplicable tiene una claridad cierta, y en especial para el caso de nuevos modelos de negocios, la jurisdicción regulatoria de cada país demora varios años en terminar de definir las normas a ser empleadas. Resulta razonable que las autoridades locales dediquen un tiempo prudencial en analizar estos nuevos modelos con el fin de lograr establecer las consideraciones jurídicas

pertinentes que también brinden cierta protección y seguridad a los participantes. Existen diversos tipos de normas que pueden aplicarse al negocio de *crowdfunding* y que necesariamente afectarán su operatoria: normas sobre crédito al consumo a modo de obligaciones a cumplir por las plataformas que brinden servicios de intermediación de contratos de préstamos, normas de protección al consumidor, normas de regulación de actividades de compraventa de instrumentos financieros, normas de provisión de servicios de pago a ser cumplidas también por las plataformas tecnológicas que realizan movimientos de fondos entre inversores y solicitantes de financiación, normas de protección de patentes o requerimiento de capital, entre otras.

Más allá de la teoría, actualmente existe un grado alto de incertidumbre en lo que respecta la legislación del *crowdfunding*. La necesidad de profundización o de fijación de leyes específicas a este modelo de negocio dependen de cada país y de cuán intenso sea el desarrollo de este fenómeno a nivel local. En las zonas geográficas donde se vino presentando un desenvolvimiento importante, los entes reguladores se vieron presionados a establecer cuerpos normativos específicos con el fin de regular la actividad. Y, ya sea que un país pase a implementar dicho marco regulatorio creados por los entes gubernamentales o que termine autorregulándose temporalmente bajo adopción de buenas prácticas en el sector, aun así se presenta el inconveniente de la operación transfronteriza. El hecho de que el modelo de *crowdfunding* no imponga barreras geográficas en el alcance de las operaciones implica cierta necesidad de coordinación entre los entes reguladores a nivel mundial a fin de permitir una fluidez en el acceso a esta modalidad de financiación. Dado que aún no existe tal fortaleza en los enlaces globales, ello necesariamente supone una barrera al desarrollo del modelo bajo un mercado globalizado y no fragmentado (Cuesta, y otros, 2014).

A modo de ejemplo, y para demostrar las bases comparativas, se mencionan diferentes experiencias en cuanto al desarrollo y aplicación de marcos regulatorios que establecen cierta normativa para las operaciones de *crowdfunding* en diferentes partes del mundo:

- **Estados Unidos.** A nivel histórico y mundial, el primer paso en términos de regulación de *crowdfunding* fue dado por Estados Unidos en 2012 cuando se firmó el *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act), articulado por la Securities Exchange Commission (SEC) entre 2013 y 2015. Mientras que en el Título II se establece el permiso a *startups* de anunciar públicamente emisiones de capital por medio de plataformas digitales, en el Título III se extiende el alcance de la participación y financiación. La norma establece que estas plataformas no se encuentran habilitadas a realizar recomendaciones a los inversores sobre campañas en particular y deben registrarse en la SEC y en una asociación nacional de valores registrada (actualmente *Financial Industry Regulatory Authority* o FINRA),

establecer un criterio objetivo de aceptación de proyectos de pedidos de financiación, capacitar a los inversores a modo de educación financiera, y realizar análisis sobre los solicitantes de fondos con el objetivo de mitigar los riesgos de fraude. Por su lado, a los inversores se les anula la obligación de estar acreditados como tales, incrementando el alcance de la masa, aunque se les fija ciertas limitaciones: individuos con un ingreso anual o patrimonio neto menor a USD 107.000 pueden invertir anualmente hasta USD 2.200, el 5% de sus ingresos o el 5% de su patrimonio, el que resulte menor. De ser mayor, estos límites se elevan al 10% de los ingresos o del patrimonio, hasta USD 107.000 anuales. En todos los casos, los inversores deben mantener su inversión por al menos un año desde la efectivización. Por el lado de los financiados, deben conformarse como empresas privadas norteamericanas no inversoras, y solo podrán recaudar vía campañas de *crowdfunding* hasta USD 5.000.000 en un período de 12 meses, debiendo entregar copias de los estados financieros previo al lanzamiento de la campaña y posteriores reportes anuales a la SEC e inversores (SEC, 2016) (SEC, 2022) (SEC, 2017) (Freedman & Nutting, 2015).

- **Reino Unido.** En 2014, la *Financial Conduct Authority* (FCA) estableció un nuevo marco regulatorio bajo el PS14/4, el cual fija normas tanto para las plataformas de *crowdfunding* de préstamos como para las de inversiones, siendo las primeras mucho más laxas. Para *crowdlending* se asigna la obligación a las plataformas tecnológicas de mantener cierto capital mínimo variable en función al volumen de préstamos operados, además de otras reglas de conducta enfocadas en la protección de los fondos de inversores, ofrecimiento de información y reportería a la FCA. En cuanto al financiamiento colectivo de inversión, si bien se incrementa el alcance de la audiencia inversora, se continúan incluyendo restricciones para asegurar que estén en condiciones de ofrecer aportes únicamente aquellos inversores más sofisticados, con espalda financiera y conocimientos del sector o asesoramiento reglado a través de agentes o entidades especializadas. De esta forma, para poder efectuar una oferta, aquellos individuos no asesorados deberán contar con ingresos anuales mayores a 100.000 libras o patrimonio neto de 250.000 libras, estar catalogados como inversores sofisticados, no invertir un porcentaje mayor al 10% de su patrimonio, o estar vinculados a capital de riesgo o finanzas corporativas (Cuesta, y otros, 2014) (Zhao, Harris, & Lam, 2019).
- **Francia.** En 2014 entró en vigor la Ordenanza número 2014-559 en relación al financiamiento participativo cuyos objetivos principales fueron flexibilizar el sistema de autorización y licencias que permitió la incorporación de nuevas plataformas de *crowdfunding* de préstamos e inversión, como así también dar mayor claridad al régimen del modelo para proveer mayor seguridad operacional a los participantes. Se incorporan además dos nuevos modelos de estatutos jurídicos o registros oficiales a los cuales las plataformas tecnológicas se pueden suscribir de forma voluntaria para dar mayores

garantías a sus usuarios: *Intermédiaire en Financement Participatif* o IFP para *crowdlending* y *Conseil en Investissement Participatif* o CIF para *crowdinvesting* (Carpi Martín, 2017) (Hornuf & Schwienbacher, 2017).

- **Italia.** La *Commissione Nazionale per le Società della Borsa* (CONSOB) fue el ente pionero en regular específicamente el *crowdfunding* de inversión en Europa. A partir del Decreto Ley 179/2012 del 2012, el reglamento 18592 de la CONSOB del 2013 y la ley 33/2015 del 2015, se autoriza a incluir a las operaciones de *crowdfunding* dentro del régimen de autorización, inscripción y conducta de las plataformas *online* debiendo estar registradas en CONSOB. De esta forma las PyMEs quedan acreditadas a recaudar fondos mediante campañas de financiación colectiva *online* siempre y cuando tengan su sede en Italia, sean de naturaleza innovadora, y cumplan con ciertos requerimientos como antigüedad mínima y volumen de ventas máximo para poder recibir dicha catalogación. A los inversores no se les impone un límite máximo de aporte, pero sí se exige que para cada emisión al menos un 5% de los financiadores deben ser profesionales. Queda en evidencia el objetivo de estímulo enfocándose únicamente en el potencial innovador de empresas embrionarias, chicas y medianas, sin avances en regulación específica para los modelos de *crowdfunding* de préstamos, donación o recompensas (Cuesta, y otros, 2014) (Carpi Martín, 2017).
- **España.** En 2015 nace la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial con el objetivo de dar consenso al régimen normativo vigente de titulizaciones y mejorar el acceso a la financiación de las PyMEs. Bajo el Título V la ley también incorpora el concepto de plataformas de financiación participativa (PFP) como aquellas que mediante medios electrónicos ofrecen financiación a cambio de un rendimiento monetario, en territorio español, para destinarlo a proyectos empresariales, formativos o de consumo. Los instrumentos ofrecidos pueden ser únicamente del tipo de obligaciones, acciones ordinarias, acciones privilegiadas, participaciones de sociedades de responsabilidad limitada y préstamos participativos, excluyéndose las campañas de *crowdfunding* de donación y recompensa. Las plataformas deben registrarse en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y cumplir con requisitos como mínimos de capital social, obligación de información y reportería, cumplimiento normativo, garantías sobre la honorabilidad y preparación profesional de sus socios, entre otros. Por su parte, el ente español distingue entre inversores acreditados y no acreditados, fijando a estos últimos límites máximos anuales de inversión: 3.000 euros por proyecto y 10.000 euros en el conjunto de PFP. Del lado de los solicitantes de los fondos, solo se encuentran habilitados a mantener un único proyecto y un máximo de 2.000.000 euros de pedido de fondos anuales, ambos por plataforma (Cuesta, y otros, 2014) (Carpi Martín, 2017) (Bravo Jiménez, 2017) (Camacho Clavijo, 2016).

Como se evidencia, muchos países europeos fueron aplicando sus propias normativas de *crowdfunding* enfatizando en las necesidades de un sector que iba evolucionando y que resultaba indispensable regular. Sin embargo, el hecho de cada región poseer políticas disímiles implicaba dificultades en el fomento de las plataformas tecnológicas y del acceso de parte de los usuarios a las opciones del mercado. Fue así como en octubre del 2020 se publicó el Reglamento (UE) 2020/1503, con efectiva aplicación el 10 de noviembre de 2021, un período de adaptación de un año y complementada por la Directiva (UE) 2020/1504. Su objetivo es generar una regulación homogénea de *crowdfunding* para todos los países de la Unión Europea. La reglamentación, por un lado, delimita las tipologías y requisitos de la plataforma tecnológica para poder operar bajo la dinámica de financiación colectiva y, por el otro, pasa a exigirles planes de continuidad de sus actividades y a elaborar perfiles de los inversores para adaptar la información a su nivel de conocimientos y su capacidad. Asimismo, también les otorga una suerte de pasaporte europeo que les permite operar transfronterizamente en toda la Unión Europea en igualdad de condiciones, lo cual incentiva ampliamente las perspectivas futuras de la actividad como así también incrementa el potencial a nivel competitivo. (Gila Martínez-Conde, 2021) (Pérez-Maura & Ferrer Barreiro, 2021). El nuevo reglamento amplía el volumen máximo a ser recaudado para un proyecto hasta 5.000.000 euros durante el período de un año. En cuanto a los aportes, se diferencia entre inversor experimentado y no experimentado y eleva algunas exigencias de forma tal de alcanzar una vara más alta en términos de protección, si bien no se imponen limitaciones máximas de inversión para los segundos sino solo exigencia de advertencias (Parlamento Europeo y del Consejo, 2020) (Tapia Hermida, 2020).

Continuando con el ejercicio comparativo en cuanto a aplicación de las normas regulatorias, pasaremos a enumerar algunos ejemplos de Latinoamérica:

- **Brasil.** En 2017 la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) implementó la Instrucción 588 como reguladores de *crowdfunding* de inversión, bajo la cual se apertura al acceso a crédito a PyMEs con un ingreso anual máximo de BRL 10.000.000. Las plataformas tecnológicas quedan bajo supervisión de la CVM debiendo registrarse y cumplir requisitos como capital mínimo, obligaciones de advertencia sobre riesgos a los inversionistas, entre otros. Quedan diferenciados los inversores calificados de los no calificados, estando limitados los segundos a un aporte máximo anual de BRL 10.000 salvo que acrediten ingresos anuales superiores a BRL 100.000 en cuyo caso el límite se incrementa al 10% de sus inversiones totales o ingresos anuales. Por otro lado, a los proyectos también se les fija un monto máximo habiendo quedado establecido en BRL 5.000.000.

En 2018 el Consejo Monetario Nacional (CMN) aprobó una regulación para permitir a las plataformas tecnológicas operar bajo *crowdlending* previo a haber cumplido ciertos

requisitos de registraci3n, de capital m3nimo, de adecuaci3n de pol3ticas, entre otros. A la actividad de los inversores se establecen m3ximos de BRL 15.000 por deudor por plataforma en caso de que los mismos no sea considerados como inversores calificados. Tanto *crowdfunding* de donaci3n como de recompensa quedan excluidos de la supervisi3n de la CVM (Lloreda Camacho & Co., 2019).

- **Chile.** Hasta hace unos pocos meses, ning3n modelo de *crowdfunding* se encontraba regulado, incluso encontr3ndose prohibida la captaci3n de dinero del p3blico para disponer a modo de pr3stamo. Sin embargo, a fines del 2020 la Comisi3n de Mercados Financieros (CMF) present3 la propuesta de Ley Fintech que, entre otros objetivos, busca proveer al *crowdfunding* de inversi3n y pr3stamos cierto marco normativo. En dicha propuesta se establecen para las plataformas tecnol3gicas los requisitos de inscripci3n, prestaci3n de servicios, provisi3n de informaci3n sobre los proyectos a disposici3n de inversores, capital m3nimo, constituci3n de garant3a y pol3ticas de gesti3n de riesgo (Comisi3n para el Mercado Financiero (CMF), 2020) (Lloreda Camacho & Co., 2019).
- **Colombia.** Reci3n en 2020 se promulgaron nuevas flexibilidades a una postura r3gida establecida en el primer decreto de *crowdfunding* del 2018. En esta nueva disposici3n se incrementan los m3ximos de solicitud de fondos a aproximadamente USD 14.000.000 y se allana el camino para que miles de PyMEs tengan un mejor acceso al cr3dito. Se remarca que la regulaci3n solo incluye a los modelos de financiamiento colectivo de pr3stamo e inversi3n, dejando a un lado a los de donaci3n y recompensas (Seminario, Crowdfunding en Colombia, al alza gracias a regulaciones m3s flexibles, 2020).
- **M3xico.** La Ley Fintech regula las operaciones de *crowdfunding* de pr3stamos e inversi3n desde 2018 en el pa3s, dejando fuera del alcance a las modalidades de donaci3n y recompensas. La ley busca otorgar cierto marco legal bajo el cual se supervise el funcionamiento de las plataformas para brindar protecci3n y seguridad a sus usuarios. Uno de los mayores inconvenientes que se le critica a esta reglamentaci3n son las altas barreras de entrada para brindar servicios Fintech incluidos los de *crowdfunding*: solicitud de autorizaci3n ante la Comisi3n Nacional Bancaria y de Valores, presentaci3n de informaci3n, disponer de capital y activos m3nimo, constituirse como Sociedades An3nimas (S.A.) en M3xico, controles internos y de gesti3n de riesgos, entre otros. Tales cargas regulatorias justifican en parte las demoras en la evoluci3n del *crowdfunding*. Por otro lado, no hay requisitos espec3ficos para los inversores o proyectos para los cuales se solicitan los fondos (Seminario, As3 avanzan las regulaciones fintech en Am3rica Latina, 2021) (Moreno, 2018).

Como se puede evidenciar en los ejemplos expuestos anteriormente, hay ciertas cuestiones que se repiten de forma com3n en la mayor3a de los casos. Si bien son varios los pa3ses que destinaron esfuerzos con el fin de analizar las necesidades regulatorias para *crowdfunding*,

las implementaciones en general sobrestimaron la realidad presentada en la práctica. Ello desemboca en normas poco claras y transparentes que agregan complejidad en el entendimiento del modelo y facilidad de acceso a las operaciones de financiación colectiva. Los reglamentos en términos generales solo establecen unas bases mínimas, pero dejan varias cuestiones abiertas que en ciertas situaciones crean más confusión que solución. Se denota un foco significativo en la protección del inversor, estableciendo una diferenciación entre sujetos con conocimientos del ámbito financiero y sujetos sin experiencia y/o con menor nivel de educación financiera, y fijando límites de operatividad más exhaustivos para los segundos. Asimismo, se establecen varios requisitos para las plataformas tecnológicas, obligando en varios países la inscripción en algún organismo de control y supervisión como así también exigiendo un nivel de capital mínimo y ciertos procesos meticulosos sobre análisis de los solicitantes de fondos.

Posiblemente por esta subjetividad en la aplicación del modelo, sumado a las barreras a la que se somete un mundo globalizado pero con políticas disímiles entre países fronterizos, es que nace la reglamentación unificada de la Unión Europea publicada durante 2020. No existen en la actualidad demasiados modelos de negocios y políticas de financiación que sean compartidos por países Latinoamericanos, aunque es posible a futuro tomar como ejemplo la adopción europea con el objetivo de hacer un seguimiento de las ventajas y desventajas y abrir las puertas a una conversación en conjunto que permita una mejor evolución del producto y potencialidad de los beneficios que le pudiese otorgar a la sociedad de dichos países.

Otro aspecto en común que presentan la mayoría de las políticas regulatorias es el hecho de regular únicamente el *crowdfunding* de inversión, justificado básicamente por la importancia en términos de peso de operaciones y volumen transaccionado respecto del resto de los modelos. Modalidades no financieras como *crowdfunding* de donación y de recompensa quedan en su mayoría excluidos de la reglamentación y supervisión de entes.

En cuanto a la regulación en **Argentina**, el 12 de abril de 2017 se sanciona la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor (Ley nro 27.349) cuyo objetivo se centra en crear mecanismos y canales de financiamiento, capacitación y asistencia que contribuyan al fomento de la industria del capital emprendedor. En complemento, mediante la Resolución nro 717 publicada en diciembre del mismo año, se conforman las normas específicas para una más clara reglamentación de los Sistemas de Financiamiento Colectivo (Beller & Brouchy, 2018). Dentro de este marco, se regulan los proyectos de financiamiento colectivo y actividad de las plataformas de financiamiento colectivo o PFC, definidas como sociedades anónimas bajo autoridad de control, reglamentación, fiscalización de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Las mismas constituyen “el medio por el cual se pondrá en contacto a una pluralidad de personas humanas y/o jurídicas que actúen como inversores, con otras que soliciten financiamiento en calidad de Emprendedores de un Proyecto de Financiamiento Colectivo individualizado, para la creación y/o desarrollo de un bien y/o servicio” (Comisión Nacional de Valores, 2017).

La Ley determina que los únicos medios para instrumentar los proyectos son: (i) emisión de acciones de una sociedad anónima (S.A.) o sociedad por acciones simplificada (SAS); (ii) préstamos convertibles en acciones de una S.A. o SAS; y (iii) participación en fideicomisos. De esta forma queda excluido todo proyecto cuya recaudación de fondos tenga por objeto una donación, recompensa o venta de bienes y/o servicios en forma directa desde la plataforma, o préstamos que no sean convertibles en acciones de una S.A. o SAS (Di Yenno, 2018). En la figura 24 se establecen otros ejemplos de las obligaciones y requisitos de hacer y no hacer que una PFC debe cumplir a fin mantener su habilitación a operar en territorio argentino. Las mismas básicamente instituyen la exigencia de registración en la CNV como sociedad anónima argentina, mantener un patrimonio neto mínimo, no realizar otras actividades complementarias sujetas al control de la CNV, informar tanto a emprendedores como inversores sobre sus derechos, obligaciones y evolución del proyecto, llevar a cabo verificaciones de identidad de los participantes y de selección de proyectos bajo criterios objetivos, entre otros.

La Resolución nro 717 además determina las obligaciones y requisitos mínimos a cumplir por los emprendedores de financiamiento colectivo, como el deber revestir la calidad de “Emprendimiento Argentino”, de los socios que la conforman, como así también de los proyectos presentados. La PFC tiene la obligación de recabar la información referida a los proyectos, conformándose como la responsable frente a los inversores de la información por la diligencia en su obtención y verificación. En cuanto a las características de las emisiones del proyecto, las mismas no podrán superar los ARS 20.000.000 en su totalidad a lo largo de 12 meses, existiendo un período entre 30 y 180 días para cada suscripción. Adicionalmente, los emprendedores deberán cumplir con un régimen informativo periódico anual y trimestral una vez finalizado el período de suscripción y mientras se encuentren dentro del Sistema de Financiamiento Colectivo (Comisión Nacional de Valores, 2017).

Desde la perspectiva del rol del inversor, se fija un máximo de aporte de fondos equivalente al 20% de los ingresos brutos anuales a destinar dentro de un mismo año calendario a la adquisición de instrumentos de *crowdfunding*. En cuanto a los topes por proyecto, se establece una limitación al inversor de no más del 5% de la suscripción o ARS 20.000, el que

resulte menor. De tratarse de un inversor calificado, no será de aplicación el límite de ARS 20.000 pero sí el del 5%.

Por último, la PCF deberá contar con una sección en su página web en donde se permita la negociación secundaria exclusiva de los instrumentos colocados a través de ella, admitiéndose únicamente las operaciones de contado. De esta forma queda conformado un mercado de reventa (Beller & Brouchy, 2018).

Figura 24: Obligaciones de hacer y no hacer de la Plataforma de Financiamiento Colectivo (PFC)

| Qué debe hacer la PFC | Qué NO debe hacer la PFC |
|--|--|
| Constituirse como sociedad anónima (S.A.) | Brindar recomendaciones de inversión de los proyectos promocionados |
| Domiciliarse en Argentina | Destacar proyectos promocionados en detrimento de otros |
| Contar con la estructura organizativa, administrativa, operativa y de control adecuada al volumen de negocio | Recibir fondos de emprendedores para invertirlos en sus propios proyectos |
| Registrarse en la CNV cumpliendo los requisitos necesarios | Gestionar inversiones en los proyectos o poseer/administrar fondos suscriptos a proyectos o instrumentos de proyectos |
| No realizar otras actividades complementarias sujetas al control de la CNV, salvo que no representen conflicto de intereses | Adjudicar fondos destinados a un proyecto a otro en particular |
| Presentar Estados Contables anuales | Asegurar a los emprendedores la captación de la totalidad o una parte de los fondos, o a los inversores el retorno de su inversión |
| Mantener un Patrimonio Neto mínimo de \$250.000 | Financiar por cuenta propia o gestionar por cuenta de terceros a los fondos requeridos por los proyectos |
| Informar a los inversores y emprendedores sobre los riesgos existentes del crowdfunding, junto con los derechos y obligaciones de cada parte | Participar en los proyectos: presentar proyectos propios, participar en proyectos ajenos u ofrecer fondos propios para ser invertidos en proyectos |
| Seleccionar los proyectos publicitados a través de una guía de criterios y metodologías objetivos y razonables | Utilizar los fondos recaudados por un proyecto para remunerar a los dependientes de la PFC |
| Realizar las acciones necesarias para detectar, inhibir el acceso a la PFC y cancelar proyectos fraudulentos | |
| Prever de canales de comunicación con los participantes para facilitar la contratación, publicitar los proyectos y transmitir información sobre los acontecimientos societarios del emprendedor y evolución del proyecto | |
| Publicitar la tasa por sus servicios | |
| Informar el detalle, grado de financiamiento, progreso y/o fracaso de cada proyecto | |
| Recabar y asegurar la validez de la información e identidad de los inversores y emprendedores | |

(*) Obligaciones de hacer y no hacer de la Plataforma de Financiación Colectivo establecidas por la Comisión Nacional de Valores (CNV) según Resolución nro 717. Fuente: Gráficos de elaboración propia utilizando datos de la Resolución nro 717 (Di Yenno, 2018) (Comisión Nacional de Valores, 2017).

En la profundización del esquema regulatorio vigente argentino, encontramos varias similitudes con el resto de las políticas implementadas en varios países a nivel global: obligaciones remarcables tanto para la plataforma tecnológicas como para los solicitantes de fondos limitando el alcance de la financiación de los proyectos y requiriendo cierta publicación de información tanto en la instancia previa a la postulación como de forma periódica posteriormente a la suscripción. Resulta evidente el foco en divulgar entre los participantes la información necesaria para lograr el máximo entendimiento de los riesgos y características que conlleva cada proyecto como así también el modelo de *crowdfunding* en general. Se vuelven a presentar las limitaciones en el aporte de los inversores, en especial para con los individuos que no presentan calificaciones ni experiencia en el ámbito financiero, en el afán de lograr cierta protección de su salud financiera y en el alcance de los riesgos inherentes a su inversión. Asimismo, se mantiene la misma dinámica en los esfuerzos de fomento de la modalidad de *crowdfunding* de inversión, dejando a un lado la posibilidad de enmarcar bajo una política regulatoria las alternativas de donación, de recompensa y, parcialmente, la de préstamos.

Si bien la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor en conjunto con la Resolución 717 conforman un buen punto de partida en materia regulatoria, aún persiste un largo camino a recorrer si el objetivo final efectivamente refiere al fomento del acceso a tipos de financiamientos alternativos por parte de la sociedad. El alcance vigente que excluye tanto a los diversos tipos de personería jurídica y física como a las diferentes opciones de *crowdfunding* por fuera de inversión debe reexplorarse y estar sujeto a análisis si los entes regulatorios mantienen su visión de apoyo a la evolución de este modelo de negocio. Y esta necesidad probablemente sea incentivada a medida que los solicitantes de fondos e inversores vaya ganando confianza y seguridad en la actividad, a nivel local, a la vez que vayan quedando en evidencia los beneficios que aporta *crowdfunding* como incentivo al desarrollo socioeconómico e inclusión financiera, a nivel global.

Dada la evidente necesidad de incorporar un marco regulatorio que no solo abarque la categoría de *crowdfunding* de inversión, recientemente el BCRA emitió la Comunicación “A” 7406 que regula la actividad de plataformas tecnológicas que brindan servicios de crédito entre particulares para concretar operaciones de préstamo en pesos (proveedores de servicios de créditos entre particulares a través de plataformas o PSCPP) a partir de enero del 2022. La norma extiende la aplicación de la Ley de Entidades Financieras a los PSCPP requiriendo su inscripción en el “Registro de Proveedores de Servicios de Créditos entre Particulares a través de Plataformas” de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (“SEFyC”). Asimismo, tal y como de explyta en la figura 25, se puntualizan varias

condiciones a la PSCPP para llevar a cabo la operatoria, adicionando un régimen informativo y de fiscalización a ser cumplido por las mismas.

Figura 25: Características de la regulación de las PSCPP en Argentina

| Condiciones de la PSCPP | Régimen informativo de la PSCPP |
|--|--|
| No asumir el riesgo crediticio por las operaciones ni garantizar las obligaciones concertadas entre las partes | Remitir copia de sus estados financieros o contables y los requeridos por el régimen informativo que se establezca |
| No comprometerse con los inversores a la devolución de los créditos, ni adquirir o comprar los créditos concertados | Permitir a la SEFyC la realización de auditorías periódicas en sus instalaciones y el acceso a los datos y la información |
| Brindar la información y documentación necesaria junto con la indicación de los procesos a ambas partes | Suministrar información sobre los créditos administrados, a ser difundida por la "Central de Deudores del Sistema Financiero" del BCRA |
| Los movimientos de fondos deberán realizarse vía cuentas en pesos en entidades financieras y/o proveedores de servicios de pago del país | |
| Las cuentas de administración de los créditos deberán ser distintas de las de transacciones por cuenta propia | |
| Las obligaciones hacia inversores y créditos otorgados deberán estar jurídicamente separados de su patrimonio | |
| Brindar la opción al inversor de ceder su crédito a otro inversor en la plataforma, o retirar la documentación respaldatoria de su crédito para su gestión por fuera de ella | |
| Contar con un manual de procedimientos que detalle el proceso y metodología para el ofrecimiento de los créditos | |

(*) Fuente: Gráficos de elaboración propia utilizando datos de la Comunicación "A" 7406 (Banco Central de la República Argentina, 2021)

Se trata de un paso adicional a la configuración de un encuadramiento más completo, aunque todavía insuficiente, del financiamiento colectivo.

Según reportes del World Bank Group, cerca del 90% de los entes reguladores adoptan una técnica de evaluación comparativa con otros países al momento de analizar el diseño de normas para modelos de finanzas alternativas. Incluso del 56% al 66% de los casos, la palanca que incita la adopción de cambios en las políticas regulatorias es generada por las lecciones aprendidas de otras jurisdicciones (World Bank & CCAF, 2019). De esta forma, podríamos esperar que en el futuro Argentina cuente con mejores herramientas para diseñar un marco regulatorio idóneo bajo un enfoque activo y a partir del cual el *crowdfunding* pueda operar y evolucionar de una forma sana y sin ocasionar daños en la salud financiera de los

participantes ni en el sistema financiero general. Año tras año, a nivel global nuevas iniciativas surgen con el fin de iniciar o mejorar el esquema jurídico en el cual se desenvuelve este modelo de financiación alternativa, y Argentina puede aprovechar para hacer uso de esas experiencias, en especial las Latinoamericanas, para tratar de evitar las malas prácticas y adoptar los mejores estilos. Resulta lógico afirmar que no todas las experiencias deben ser tomadas de forma homogénea dado que las particularidades específicas y objetivos prioritarios de cada mercado. No obstante, pueden ser tomadas mínimamente como punto de partida de análisis y, de esa forma, dejar allanada una mejor base para las propuestas a considerar.

7. La inclusión financiera como foco de crecimiento y desarrollo en Argentina

Según el World Bank Group, la inclusión financiera se define como el acceso por parte de individuos y empresas a servicios financieros accesibles y de calidad, ajustándose a las necesidades particulares de cada caso y brindándose de forma responsable y sustentable. De esta forma se incluye a todos los segmentos de la población independientemente de sus ingresos o patrimonio. El primer paso en inclusión implica el contar con acceso a una cuenta bancaria mediante la cual se pueda depositar dinero, y enviar y recibir pagos. Sin embargo, los servicios financieros a los que refieren gran parte de las definiciones incluyen los mencionados servicios de pago y transferencias, pero también aquellos relacionados con crédito, ahorro y seguros (World Bank Group, N/A).

A modo de complemento, para definir la inclusión financiera la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera de Argentina señala tres dimensiones fundamentales. Por un lado, el **acceso** en cuanto a la infraestructura y disponibilidad de los servicios financieros, desde una óptica de oferta. Por otro lado, el **uso** en cuanto a la penetración y extensión de dichos servicios para lograr adopción y profundidad, según las necesidades poblacionales desde una óptica de demanda. Por último, la **calidad** en referencia a los conocimientos de los servicios financieros, capacidades financieras y protección a los usuarios, sumando también la concordancia para con las necesidades de estos (Ministerio de Hacienda, 2019).

Como se ha mencionado a lo largo del trabajo, las restricciones derivadas en términos de costo y riesgo que se refuerzan por un sistema de financiamiento con limitaciones provocan que muchos individuos y empresas de una economía queden identificados como no bancarizados. Normalmente se trata de sectores con bajos ingresos y/o informales que finalmente quedan excluidos del sistema financiero al ser considerados como de alto riesgo para las instituciones financieras tradicionales. Por ello, muchos proyectos comerciales y

personales son abandonados o, de no ser así, los excluidos terminan viéndose sometidos a opciones por fuera del sistema, más costosas y riesgosas. Dicha situación lógicamente deriva asimismo en exclusión económica y social, y en la pérdida de oportunidades para una potencial inserción al sistema (Aslan, Deléchat, Newiak, & Yang, 2017) (Sha'ban, Girardone, & Sarkisyan, 2019) (Beck, Demirgüç-Kunt, & Martínez Peria, 2008). Hoy en día en muchos países incluyendo Argentina, gran parte de la población no cuenta con las mismas posibilidades de acceso al sistema financiero o siquiera dispone de una cuenta bancaria, lo que es hoy la forma más directa de exclusión. Dicha exclusión, que toma forma a partir combinados factores como regulaciones inadecuadas, políticas del gobierno ineficientes, pobreza y débil disponibilidad de infraestructura tecnológica, entonces deriva en desventajas en el acceso al crédito, limitaciones a vehículos de ahorro, y bajo alcance en generación de rentabilidad financiera.

Una de las características de los servicios financieros se centra en su factibilidad para reducir el impacto de shocks negativos mediante el uso de instrumentos para transaccionar y productos de ahorro a largo plazo, crédito y seguros. De esa manera individuos y empresas pueden contar con mejores herramientas para resistir y recuperarse de dicho impacto ante una emergencia económica. En otras palabras, aminoran la vulnerabilidad de la población al ayudar a bajar la volatilidad de los flujos de efectivo, a mantener un mínimo de consumo y a disminuir las posibles necesidades de desinvertir en educación o salud. Varios estudios concluyen que un mayor y mejor acceso a los servicios financieros puede contribuir a reducir la pobreza, aumentar la productividad e inversión de las PyMEs con su consecuente suba en ventas y generación de empleo, y lograr una mayor formalización de empresas. Adicionalmente, la mejor capacidad en medios de pago y cobros digitales contribuye asimismo a facilitar el pago de servicios públicos e impuestos, a mejorar la recaudación tanto por dicha simplificación como por la registración de transacciones que previamente quedaban resguardadas en el ámbito informal, a mitigar el fraude ante una mayor formalización, y a disminuir la necesidad de mantener y transportar efectivo lo cual a su vez genera un ahorro de costos operativos que podría ser trasladado a los clientes. En paralelo, el poder acceder y transaccionar con una cuenta bancaria contribuye a familiarizar a los individuos con los productos de seguros para una mejor gestión de riesgo, y a la vez ir conformando un historial de pagos y comportamiento operacional que será de gran utilidad al momento de querer acceder a un crédito formal. Desde una perspectiva macro, una mayor inclusión financiera favorece a una reducción de la desigualdad, principalmente en lo concerniente a las restricciones de crédito para todos los sectores, una mejora en la calidad de vida de la población y al desarrollo social y crecimiento económico-financiero de un país medido, por ejemplo, en PBI per cápita (Banco Interamericano de Desarrollo, 2015) (Ministerio de

Hacienda, 2019) (BCRA, 2022) (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), 2019). Gran parte de las consecuencias positivas en términos de crecimiento económico sostenible e integral que propone la inclusión financiera pueden ser también alcanzables mediante *crowdfunding*. El financiamiento colectivo puede ser utilizado como una herramienta para democratizar la inversión y financiación y permitir un acceso más universal a los servicios financieros a aquellos sectores excluidos o mal atendidos por parte del resto de las entidades financieras del mercado.

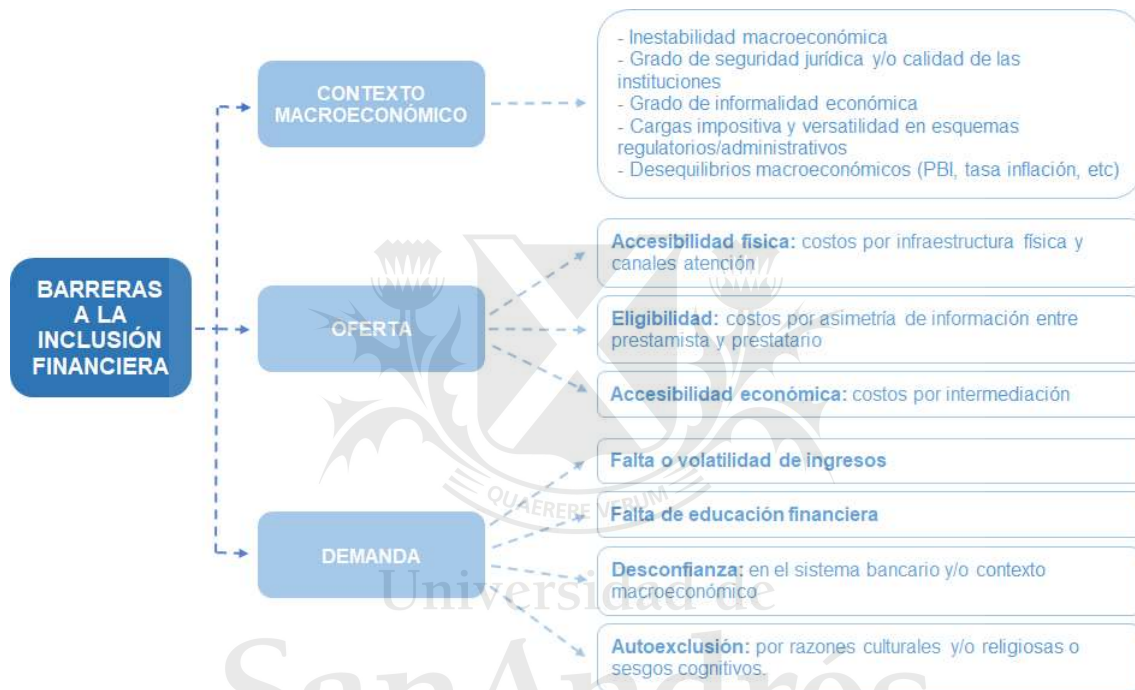
Independientemente del nivel socioeconómico de un país, existen varios factores que son determinantes al momento de evaluar las diferencias en términos de inclusión financiera entre distintos países. Tal y como se resume en la figura 26, variables de contexto macroeconómico relacionadas con la inestabilidad, vulnerabilidad y desequilibrios económicos, como las ya tratadas al estudiar el contexto argentino en la sección 5, afectan drásticamente en el grado de inclusión de una sociedad. Sin embargo, existen además otras barreras directamente vinculadas con el sistema financiero. Estas son atribuibles a una óptica de oferta de servicios brindados por parte de las instituciones que componen el mercado, o a una óptica de demanda por parte de los individuos y empresas (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), 2019) (Carballo, 2020) (Roa & Carvallo, 2018) (Pazarbasioglu, y otros, 2020).

En cuanto a las barreras relacionadas con la oferta podemos encontrar aquellas relacionadas con accesibilidad física, originada por los costos de transacción y ligados a la infraestructura física y canales de atención para atender a sectores de bajos ingresos, lugares poco poblados o de difícil acceso. Ello implica que muchos individuos deban desplazarse en largos recorridos para acceder a una sucursal financiera o cajero automático. Por otro lado, barreras de elegibilidad para acceder a la apertura de cuentas o solicitud de crédito, derivadas de la asimetría de información existente entre el prestamista y el prestatario. La causa radica en que muchos individuos y empresas no operan dentro del circuito formal de la economía y/o no cuentan con un historial crediticio o colaterales a partir de los cuales las entidades puedan evaluar la capacidad de repago y ofrecer sus servicios. Por último, barreras de accesibilidad económica relacionadas con los costos transaccionales de intermediación financiera por parte de las entidades. Tanto los costos operativos directos como los derivados de cumplimientos regulatorios e impositivos limitan una oferta de servicios financieros a un precio accesible para todos los segmentos.

Por el lado de las barreras de demanda, una falta o volatilidad de ingresos dificultan la previsibilidad para el pago de los costos transaccionales, crediticios o de mantenimiento mínimos. En segundo lugar, falta de educación financiera determina pobres habilidades y un

desconocimiento sobre los costos, beneficios, derechos, obligaciones y riesgos de las opciones dentro del sistema financiero. Por otro lado, la desconfianza en el sistema bancario o en el contexto macroeconómico por ejemplo, ante reiteradas crisis, también explica otra de las razones de un menor acceso y uso de los servicios financieros vigentes. En última instancia, existen otras variables de autoexclusión como razones culturales y/o religiosos o sesgos cognitivos que revelan otros casos en los que individuos con acceso a servicios financieros deciden no utilizarlos.

Figura 26: Barreras a la inclusión financiera



(*) Fuente: Gráfico de elaboración propia utilizando datos de *Inclusión financiera y el costo del uso de instrumentos financieros formales: las experiencias de América Latina y el Caribe* (Roa & Carvallo, 2018) y *Inclusión financiera en Argentina: diagnóstico y propuestas de política* (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), 2019)

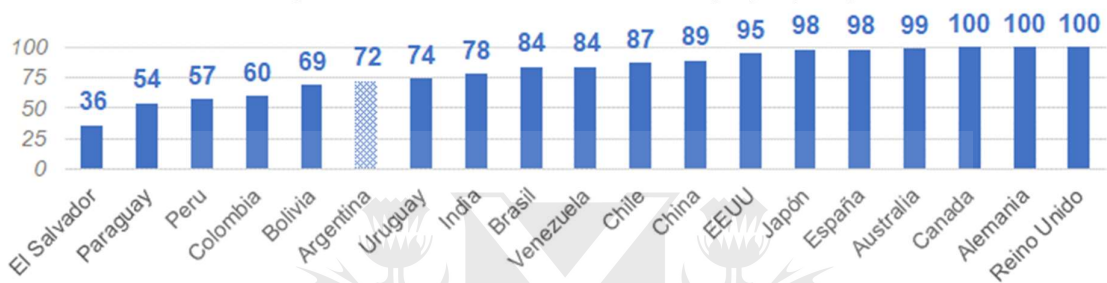
Al igual que la gran mayoría de los países del mundo, Argentina ha demostrado interés en incorporar a la inclusión financiera como una temática eje en cuanto a sus definiciones estratégicas. Ello se demuestra con la aprobación de la Ley de Financiamiento Productivo en 2018, enfocada en establecer ciertas reformas para contribuir el desarrollo económico del país, y bajo la cual se elaboró la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF) con un plan propuesto para el período 2020-2023. El objetivo de la ENIF consiste en promover el acceso universal y uso responsable y sostenible de los productos financieros en todo el territorio argentino de forma igualitaria, a fin de contribuir al incremento del bienestar social y desarrollo económico (Ministerio de Economía - Argentina, 2020). En la misma línea y como

complemento, se lanzó en 2022 el Plan Nacional de Educación Financiera (PNEF) con el fin de acercar el conocimiento para que los individuos conozcan sus derechos, riesgos y ventajas como consumidores financieros (Ministerio de Economía - Argentina, 2022). La educación financiera es una palanca de la inclusión financiera en el sentido de que implica mejorar la comprensión sobre el funcionamiento de los distintos productos financieros, sus opciones o variantes y riesgos involucrados, de forma tal de optimizar el proceso de toma de decisiones, igualar oportunidades de crecimiento, y lograr cierta estabilidad financiera especialmente ante emergencias o shocks (Bastante, 2020). El Banco Central de la República Argentina (BCRA) también desarrolló varias iniciativas para promover la inclusión financiera como ser el impulso de medios de pago electrónicos, aumentos de montos y saldos de la cuenta gratuita universal, gratuidad de las transferencias bancarias inmediatas, incorporación de una política de ubicación de sucursales bancarias en zonas desfavorables, lanzamiento de QR interoperable, entre otros (Carballo, 2020). Con apalancamiento en la era de la digitalización y aprovechando el impulso por este foco de fomento de inclusión y educación financiera, las entidades argentinas podrían considerar al *crowdfunding* como un instrumento útil para mejorar el acceso financiero, extender uso de los servicios del sector, y así incrementar oportunidades. Podría facilitarse de esta forma la apertura hacia productos más variados y complejos, siendo una manera rápida y conveniente de recaudar fondos a la vez que se complementa con una tasa competitiva para la parte financiadora. Asimismo, dados los esfuerzos de las plataformas Fintech sobre el diseño de interfaz de usuario, es viable tener una mejor llegada a los individuos logrando una mejor y más fácil comprensión de esta alternativa de inversión y financiamiento.

A partir de todos estos avances normativos que impulsan la bancarización y utilización de pagos digitales, se evidencian avances en Argentina durante la pandemia COVID-19 en lo concerniente a la penetración en acceso a cuentas bancarias y utilización de medios de pago digitales, y con ello mejorando los ratios de acceso a servicios financieros. Esta situación se debe en gran medida a la expansión de las acreditaciones de asignaciones sociales y jubilaciones en cuentas de entidades financieras y de programas de asistencia como el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) y el Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP). Ante la reducción de presencialidad y fomento de digitalización, la pandemia, por su lado, generó una necesidad forzosa de realizar transacciones de forma remota, contribuyendo tanto a esta penetración a cuentas como al uso de medios de pago electrónicos. Como consecuencia, 5 millones de nuevas cuentas bancarias fueron abiertas durante el segundo semestre del 2020. Al sumar los 1,2 millones de cuentas adicionales del 2021, Argentina pasa a contar con 33,3 millones de personas con acceso a cuentas bancarias o de pago, equivalentes a un 95,3% del total de población adulta (BCRA, 2022). En la figura

27 se expone una comparación mundial del porcentaje de adultos con cuenta habilitada en alguna entidad financiera. Si bien vemos que Argentina ha mostrado mejoras en los últimos períodos alcanzado un ratio del 72% que excede ampliamente los promedios de países de la región como Perú o Colombia, aún le queda un potencial por recorrer a fin de acercarse a la situación de Chile o Brasil (Demirgüç-Kunt, Klapper, Singer, & Ansar, 2022). Resulta prudente de todas formas remarcar el gran avance en materia de acceso a cuentas bancarias contemplando que en 2017 el porcentaje apenas rozaba el 49%, en contraposición con un 74% de Chile y Brasil (Bastante, 2020).

Figura 27: Adultos con cuenta financiera propia (en %)



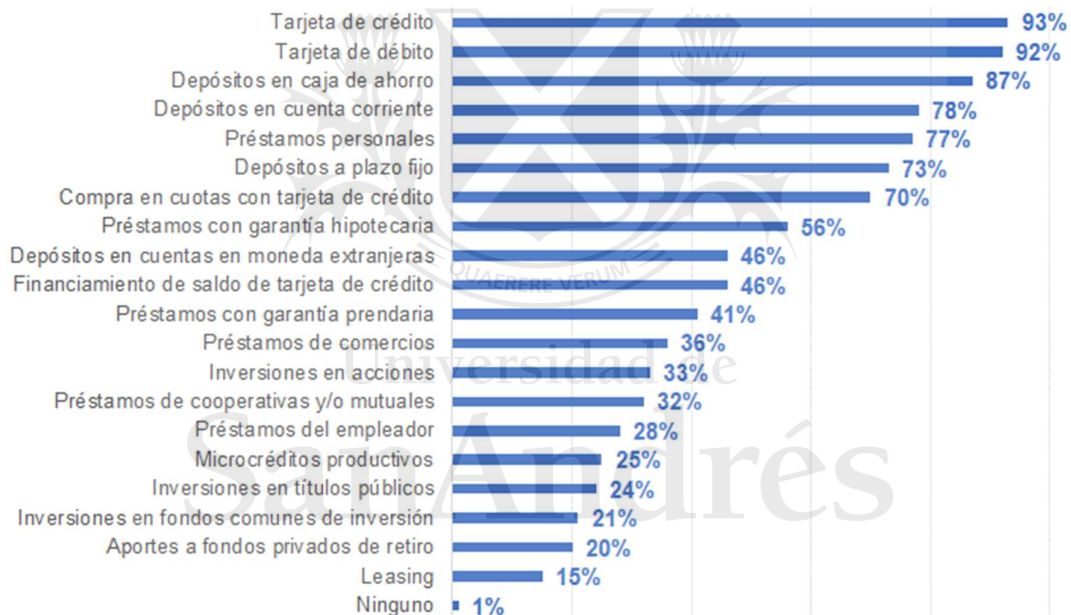
(*) Comparación mundial del porcentaje de adultos con cuenta propia en entidades financieras, a 2021. Fuente: Gráfico de elaboración propia utilizando datos de Global Findex Database 2021.

A pesar de los progresos mencionados como consecuencia de acciones y reformas regulatorias, normativas y legislativas, si bien Argentina presenta actualmente un nivel de bancarización elevado y en continuo crecimiento, también exhibe una situación de “semibancarización” en gran parte de la población. Este concepto implica individuos que poseen una cuenta bancaria pero que únicamente la utilizan para realizar extracciones de efectivo sin realizar un uso adicional de otros servicios financieros a su alcance. De esta forma se entiende que el gran desafío para la inclusión financiera en Argentina no se relaciona con el acceso a servicios básicos, sino que se concentra en ampliar la gama de opciones a herramientas de ahorro, crédito, pagos y seguros a la vez de mejorar del uso sostenible de estos productos financieros, en especial en lo que respecta a los sectores más vulnerables (Ministerio de Economía - Argentina, 2022). Bajo esta perspectiva, *crowdfunding* no necesariamente tendría una incidencia en el acceso básico a cuentas bancarias o de pago, pero sí podría motivar una expansión en el uso hacia instrumentos de inversión y crédito. De esta forma, el segmento “semibancarizado” podría encontrar en el financiamiento colectivo el interés económico y la confianza operacional para pasar a perfeccionar sus posibilidades dentro del sistema financiero.

En complemento a inconvenientes al momento de cobro de comisiones y gastos desconocidos al momento de la contratación del servicio financiero, o dificultades para dar la

baja o cumplir con los requisitos burocráticos para el alta, una encuesta de capacidades financieras llevada a cabo en 2017 por CAF y BCRA también expone problemas de comprensión sobre la existencia o implicancias de muchos productos financieros. Según la figura 28, solo 8 de los 20 servicios mencionados resultan conocidos por más de la mitad de la población llevando la delantera la tarjeta de crédito, tarjeta de débito y los depósitos en caja de ahorro. Aún más, tras consultas sobre la tenencia efectiva de los productos mencionados, los porcentajes caen drásticamente. Solo un 42% de los encuestados manifestaron poseer tarjeta de débito, seguido por un 37% con tarjeta de crédito y un 29% con depósitos en caja de ahorro. El resto de los servicios no cuentan con porcentajes de posesión significativos y aproximadamente un 39% confirmaron no contar siquiera con alguno de ellos (CAF-BCRA, 2018).

Figura 28: Porcentaje de la población argentina con conocimientos sobre la existencia de productos financieros

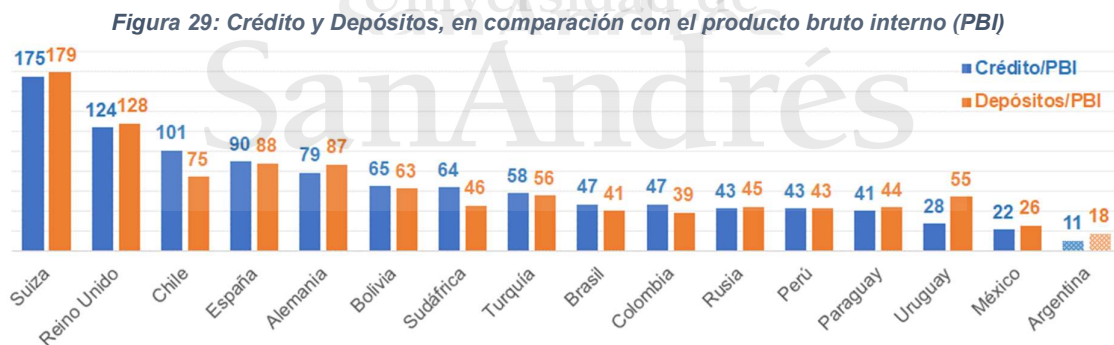


(*) Fuente: Encuesta de medición de capacidades financieras en Argentina 2017 (CAF-BCRA, 2018).

Como conclusión, el promedio del nivel de conocimiento financiero en Argentina resulta bajo en comparación con otras regiones, alcanzando el puesto 31 sobre un total de 39 países encuestados. A partir de los datos de esta misma encuesta, se manifestó que solo el 31% de los encuestados aseguraban poder cubrir gastos inesperados por el equivalente de un ingreso mensual sin necesidad de solicitar un crédito u otro tipo de asistencia (Ministerio de Economía - Argentina, 2022). Este resultado se relaciona íntimamente con la necesidad de seguir desarrollando acciones y planes de educación financiera con el fin de brindar ciertas herramientas que permitan mejorar las capacidades para hacer uso de servicios financieros

y así enfrentar una emergencia. *Crowdfunding* precisamente tiene el potencial para promover un mayor acceso y mejor entendimiento de productos financieros de inversión y crédito a estos segmentos que no presentan un aprovechamiento integral de las opciones del mercado. Se trata de una herramienta poderosa principalmente en el sentido de que está diseñada y enfocada hacia el público general, ampliando el espectro por fuera de las grandes empresas o inversores especializados. Al acercar alternativas menos burocráticas, de menor costo, más fáciles de entender, o incluso que representen la única elección viable por fuera del mercado informal, aquellos sectores excluidos o mal atendidos ante el limitado desarrollo del sector financiero tienen la posibilidad con *crowdfunding* de eliminar intermediarios y hacer uso de una mayor cantidad y variedad de servicios financieros. De esa forma se eleva la potencialidad de apoyo económico impactando positivamente tanto en un aumento de la oferta de crédito como en la diversificación de riesgo de la cartera de inversión de los usuarios en cuestión.

Con foco en el análisis de depósitos y crédito sobre el PBI, tal y como se expone en la siguiente figura, al 2019 los ratios correspondientes a Argentina representaban porcentajes muy por debajo de la media global y regional, incluso tras comparar con países de desarrollo similar o inferior. Ello claramente no solo se debe a una barrera de demanda ante el pobre nivel de conocimiento financiero de la población sino también a una barrera de oferta y de un contexto macroeconómico inestable que lleva a un bajo nivel de profundidad del sistema financiero global.



(*) Comparación mundial del ratio de crédito y depósitos sobre el PBI, a 2019. Fuente: Gráfico de elaboración propia utilizando datos de FAS (FBI).

En resumen, los problemas de inclusión financiera en Argentina no se presentan primordialmente ante barreras de accesibilidad física. El acceso a cuentas financieras o de pago mantiene una tendencia creciente permitiendo un elevado nivel de bancarización de los individuos. Mientras tanto, la extensión de los puntos de acceso a servicios financieros como sucursales o cajeros automáticos resulta bajo en comparación a otras regiones, pero el ratio de PDA cada 10.000 adultos sigue creciendo (Ministerio de Economía - Argentina, 2020).

Entonces, más allá de un problema de acceso lo que se presenta en el país es un problema de uso de los productos financieros existentes. Ya sea por desconocimiento, falta de educación financiera, o desconfianza (barreras de demanda), la posesión efectiva de servicios financieros se cierra a unas pocas opciones tradicionales sin incluir el resto del abanico en cuanto a productos más sofisticados. Esta situación lógicamente no contribuye a posicionar de forma correcta a los individuos y empresas con las herramientas necesarias para hacer frente a las crisis y shocks económicos-financieros que se presentan continuamente en Argentina.

Una de las áreas en las que Fintech ha sido identificado como potencialmente transformativo es en lo que refiere a la inclusión financiera. Las soluciones que brindan estas empresas apuntan directamente a mejorar algunas fricciones que actualmente existen en la industria financiera, incluyendo: a) barreras de costos en la prestación de servicios financieros, graves especialmente en zonas rurales remotas y entre grupos marginados como las mujeres, poblaciones urbanas de bajo poder adquisitivo e inmigrantes; b) asimetrías de información entre proveedores de servicios y los consumidores, principalmente entre los no bancarizados que carecen de la información necesaria y suficiente como para poder evaluar adecuadamente el riesgo asociado; c) dificultad para cumplir los requisitos de verificación de identidad y conocimiento del usuario (*know your customer* o KYC, y *customer due diligence* o CDD), los cuales permiten mitigar los riesgos en lavado de dinero; y d) la falta de productos financieros adecuados para los segmentos de ingresos más bajos (World Bank Group, 2019).

En este sentido la alternativa de *crowdfunding* mejora las oportunidades individuos y empresas, no solo al disminuir los costos operativos sino también al incluir aquellos segmentos resignados por falta de historial crediticio o por no poseer colaterales. Ello se logra gracias a los desarrollos en tecnología de la información que permite sumar herramientas de decisión a partir de la combinación de nuevas fuentes de datos como la generada desde del uso de aplicaciones de celular o transacciones de comercio electrónico. De esta forma se contribuye a robustecer un mejor *scoring* crediticio para conocer mejor al cliente, determinar más exactamente su capacidad de repago y asignarle un costo adecuado según su riesgo. Asimismo, el modelo incorpora múltiples esfuerzos en generar y compartir información que sirva para ofrecer transparencia en sus operaciones, para desarrollar procesos simples, de mejor comprensión y con foco en una mejor experiencia de usuario, y aportar herramientas que sirvan a modo de educación financiera. Todo ello proporciona un marco apto para reducir las barreras de demandas y oferta anteriormente analizadas en términos de inclusión financiera.

Por otro lado, *crowdfunding* también se dispone a solucionar la inclusión de PyMEs al sistema financiero al ofrecerles nuevas opciones de financiamiento por parte de un mercado minorista a empresas con problemas de acceso a las fuentes tradicionales. Estos inconvenientes de acceso incluyen, por ejemplo, la ya mencionada falta de historial crediticio, capacidad financiera o de negocio, acceso a los mercados, y obtención de garantías en colaterales. Resulta esencial remarcar que la existencia de PyMEs es crítica para el desarrollo de una economía dado que no solo contribuyen al crecimiento y evolución de la misma sino también a la generación de una cantidad importante de fuentes de trabajo, aliviando el índice de desempleo y pobreza. Es por ello por lo que el acceso al financiamiento necesario para su funcionamiento y evolución resulta fundamental y requiere ser tratado como un asunto de alta prioridad y relevancia (World Bank Group, 2019) (World Bank & CCAF, 2019).

8. Desafíos del *crowdfunding* en Argentina

En función al análisis efectuado a lo largo del trabajo, es posible identificar algunos campos que se exponen como ejes fundamentales para interpretar y profundizar una potencial adopción futura del *crowdfunding* en Argentina. Estos vértices marcan dificultades que al día de hoy se posicionan como barreras para la penetración acelerada del modelo de negocio pero también señalan focos de esfuerzos que las autoridades y entes del país han identificado como clave para promover un mayor crecimiento económico y social. Por ende, sería esperable que el financiamiento colectivo pueda ser considerado como una herramienta adicional para lograr este objetivo de desarrollo, dando paso a un escenario de promoción y educación del modelo a nivel del mercado global.

Regulación. El esquema regulatorio argentino actualmente queda enmarcado bajo la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor y la comunicación "A" 7406. Si bien persiguen objetivos similares a otros países en cuanto al fomento al sector emprendedor, pero estableciendo obligaciones a las plataformas tecnológicas y limitaciones en el aporte de los financiadores en el afán de ofrecer cierta protección, parecieran no brindar las herramientas necesarias para una sana y transparente implementación del *crowdfunding* en el país. A modo de ejemplo, se excluyen el resto de los modelos de *crowdfunding* por fuera del de inversión y préstamos P2P, se imponen varias restricciones a las plataformas tecnológicas contribuyendo a la generación de barreras de entrada y dificultando su viabilidad económica, y no se proporciona la claridad necesaria para que todas las partes comprendan cuáles son las obligaciones y derechos en cada caso en particular. Como se ha señalado, es necesario un marco regulatorio que facilite la evolución de este modelo como alternativa de financiación aminorando los potenciales riesgos, protegiendo la salud financiera del inversor, fomentando

una sana competencia y manteniendo la estabilidad general del sistema financiero. Sin embargo, resulta esencial que el ente regulador accione equilibrando estos requerimientos para lograr una confianza y protección del lado financiador, pero sin derivar en trabas hacia el fomento del crecimiento del *crowdfunding*, con su consecuente reducción de la brecha de acceso al crédito, generación de empleo y contribución al desarrollo económico del país. Ausencia de políticas o normas laxas provocan desconfianza de parte de los usuarios dado que esta falta de encuadre regulatorio implica una menor claridad de las reglas de juego y una menor protección ante circunstancias imprevistas. Una autorregulación puede brindar cierto marco interno pero no soluciona los problemas de confianza para gran parte de los potenciales usuarios interesados. Al contrario, normas excesivas implican mayores barreras con sus limitantes en la cantidad de participantes y apertura de la competencia, y perjudicando el camino hacia un uso más accesible de los servicios financieros.

Con la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor y la comunicación "A" 7406 se han dado los primeros pasos aceptando que es necesaria una regulación específica que se ajuste a las características y dinámicas del financiamiento colectivo. El desafío del ente regulador se centrará entonces en lograr este balance entre las necesidades del mercado para promover la inclusión de más participantes en el uso de *crowdfunding*, pero fijando un régimen de protección a los usuarios y mitigación del fraude e incobrabilidad que no perjudique a la estabilidad financiera general. El ente deberá asumir un rol clave en cuanto a intermediación y protección de los intereses de todas las partes, comprendiendo las diferencias con las herramientas tradicionales de financiación y mejorando un nuevo marco regulatorio para una actividad con potencial de reducir la brecha de financiamiento y exclusión financiera. Opciones para continuar con "hubs" de innovación, añadir coordinación de mesas de trabajo e incentivos de comunicación activa entre el ente regulatorio, las principales plataformas tecnológicas y cámaras o asociaciones Fintech podrían resultar convenientes al momento de plantear las necesidades de cada participante del modelo y, como consecuencia, dejar formalizadas políticas propicias para todas las partes.

Acceso al crédito. En Argentina vemos evidencias de la existencia de una demanda de crédito que no ha logrado ser abastecida por la oferta disponible. Ello no afecta únicamente a empresas sino también a individuos de la sociedad, en especial a aquellos segmentos que históricamente han sido excluidos. Los fundamentos de este desbalance se basan principalmente por las paralizaciones del crédito a nivel general con su consecuente necesidad de restricción y se explican por múltiples variables relacionadas con el contexto argentino. Una situación macroeconómica que históricamente ha presentado desequilibrios dificulta la confianza en el sistema y en organismos públicos y, a su vez, entorpecen el provecho en el uso de los productos financieros formales. Altas tasas de inflación, continuos

picos devaluatorios del peso argentino, reservas de dólares insuficientes o desigualdad en los ingresos enmarcan un contexto inestable que colocan a muchos individuos y PyMEs en una posición desfavorable al momento de tener que enfrentar un nuevo shock o emergencia financiera. A ello se le suman las típicas ineficiencias o fallas que se agravan en mercados poco desarrollados como el argentino, el pobre grado de seguridad jurídica y calidad de las instituciones que generan desconfianza y falta de previsibilidad y protección, alto grado de informalidad traccionado aún más por las elevadas cargas impositivas y administrativas, entre otros.

La insuficiencia de abastecimiento de crédito mediante las fuentes tradicionales de financiación y el deseo de lograr independencia de la intermediación tradicional financiera, conforman este marco que explica la búsqueda y evolución hacia modelos alternativos de financiación. El *crowdfunding* nace precisamente para responder a este contexto inestable y con restricción crediticia. El desafío del modelo, impulsados principalmente por las plataformas tecnológicas, se regirá por identificar y alcanzar a esta gran porción de la población que no le es posible acceder a las formas de financiación tradicionales dado que por sus características no cumplen con los requerimientos burocráticos de las entidades financieras o privadas o, de hacerlo, las condiciones resultan demasiado desfavorables. La aplicación de la propuesta deberá adaptarse a las necesidades de una sociedad que precisa fondos para mantenerse y crecer, bajo procesos más rápidos y simples, y a costos más accesibles. Dentro de los motivos para impulsar el modelo también encontramos la reducción para gran parte de la población del aprieto de recurrir a un sector informal que tradicionalmente ofrece peores condiciones que el bancario. Y, aún más, el hecho de ingresar a la financiación formal conlleva el inicio de registros para ir conformando un historial crediticio que posicione mejor al momento de querer acudir a otras fuentes de financiamiento en un futuro.

Si bien Argentina puede manifestar un ambiente hostil para emprendimientos personales y comerciales, a través de continuos programas y resoluciones los entes públicos han demostrado su interés en promover el crecimiento de las PyMEs y sustento de individuos de sectores no privilegiados. Todo ello en perspectiva de no limitar la actividad, la innovación, generación de empleo y desarrollo económico del país. Sería razonable entonces que, dados estos objetivos, haya un mejor recibimiento del modelo de financiamiento colectivos como instrumento adicional. No obstante, al igual que lo comentado para la regulación, toda nueva figura y dinámica requiere cierto balance al momento de querer escalar. Una creación de oferta de crédito desmedida y sin limitaciones, pone en juego el equilibrio de un sistema financiero que ya cuenta con una base inestable. Es por ello por lo que esta generación de nuevos fondos debe llevarse a cabo en un marco de comprensión del contexto y de las

características de los participantes, con foco en la protección de las partes y brindando herramientas para mitigar el fraude y riesgo de default. En otras palabras, la implementación del modelo de *crowdfunding* debe lograr como objetivo final otorgamientos de financiación adaptados a las particularidades y generando valor a todos los involucrados, ya sea la plataforma, el financiador o financiado. Un escalamiento que derive en la ampliación del acceso al crédito debe desarrollarse de forma responsable, acompañada de cierta supervisión, para evitar inconvenientes de inestabilidad del sistema financiero general.

Inclusión y educación financiera. Argentina ha demostrado a lo largo de los últimos años su atención en lograr una mayor inclusión financiera, buscando expandir al alcance de los servicios financieros a todos los segmentos de la población y sin discriminación de nivel de ingresos, género y rango etario. A través de los programas de inclusión y educación financiera, los entes buscan brindar las herramientas necesarias para que cada vez más personas puedan acceder a estos productos y expandir su uso. A partir de estas políticas, el alto grado de penetración de internet y servicios móviles, e impulsado por la pandemia de COVID-19, Argentina vio grandes cambios positivos en la proporción de habitantes con acceso a cuentas bancarias y en la disponibilización de soluciones digitales. Esta digitalización facilitó la conexión remota a servicios financieros, aminorando algunas barreras de accesibilidad física para disponer de los mismos.

A pesar de estos progresos, Argentina aún tiene un largo camino por recorrer dado que la inestabilidad macroeconómica y la poca profundidad del sistema financiero todavía imponen severas limitaciones, intensificando los problemas de inclusión financiera. Hemos analizado que el país no muestra grandes dificultades en el acceso en sí a los productos financieros básicos sino más bien presentan reticencias para lograr un uso adecuado y extensivo. Dentro de las barreras analizadas que explican este uso reducido, una arista importante es la relacionada con la necesidad de educación financiera. Gran parte de la población argentina presenta pobres capacidades y conocimiento sobre los productos financieros existentes en el mercado, incluyendo los más básicos.

La revolución tecnológica con su consecuente oferta de innovaciones debe ser considerada como una aliada para alcanzar los objetivos de aumento de inclusión financiera en Argentina. El *crowdfunding* no solo es una potencial herramienta para mejorar el acceso y uso de uno de los servicios financieros más importantes como lo es el de crédito, sino que también podría ser tomada como un vehículo de enseñanza financiera a individuos y PyMEs solicitantes de fondos o incluso a inversores no profesionales.

Como complemento y fomentado por la baja cantidad de oferta de plataformas de *crowdfunding*, no existe en Argentina una adecuada comunicación y promoción de lo que

representa esta alternativa de financiación. Adicionalmente, y al contrario de lo que sucede con otras verticales Fintech, las plataformas de financiamiento colectivo o las campañas culminadas de formas exitosa aún no hay logrado captar la atención de los medios masivos. Es así como el interés y conocimiento general sobre el funcionamiento del negocio, de sus ventajas y riesgos, o incluso de la existencia en sí del modelo, todavía es limitado. Por tal motivo toma vital importancia el esfuerzo de los entes impulsores Fintech o de las propias plataformas tecnológicas de *crowdfunding* puedan propiciar a modo de educación financiera e institucional. El objetivo debería centrarse en dar a conocer las bondades del modelo, así como también los riesgos inherentes al mismo, de forma tal de proporcionar la máxima transparencia posible e ir generando la confianza suficiente para que cada vez más participantes sean susceptibles de aprovechar esta alternativa de financiación e inversión. Dentro de este programa de educación, sería prudente sumar ciertos capítulos de conocimientos financieros básicos, abiertos al público general. De esa forma tanto potenciales financiadores como solicitantes de fondos contarían con más información sobre los conceptos de rendimientos y riesgos que implica este producto financiero en comparación a otros, brindando más opciones de financiación y mejorando una toma de decisiones sana y adaptada a las necesidades particulares de cada usuario.

9. Conclusión

En Argentina, ante los avances en la intercomunicación, creciente disponibilidad de internet, servicios móviles y uso de redes sociales junto con un contexto de escasez de crédito se ha demostrado que el financiamiento colectivo tiene la potencialidad de posicionarse como un complemento a las fuentes tradicionales de financiación con el fin de solucionar las necesidades de fondos incluso de sectores cuyo acceso al sistema financiero se encuentra actualmente limitado. Y este recurso interviene en consecuencias positivas en toda la cadena: financiadores expanden sus posibilidades de inversión, diversificación de riesgos y generación de rendimientos; individuos y empresas pueden obtener los fondos que necesitan para mantenerse, crecer y cumplir sus objetivos comerciales y personales; se da una apertura para la generación de empleo a partir de nuevas plataformas Fintech y evolución de PyMEs, y, por ende, se abre el camino a una contribución en invocación, intensificación del consumo y aceleración del desarrollo económico global del país.

Crowdfunding se presenta como una forma innovadora para financiar no solo a individuos de la sociedad, sino también a proyectos e ideas de empresas especialmente en sus primeras fases de desarrollo. No obstante, y como hemos demostrado, en el modelo de financiamiento colectivo coexisten beneficios y riesgos que cada solicitante de fondos y potencial financiador

deberán evaluar al momento de querer efectivizar su decisión. Desde el lado inversor, en la balanza entrarán en juego la aversión o búsqueda de diversificación del riesgo, la factibilidad de recopilar la suficiente información verificable a modo de poder valor correctamente dicho riesgo, o el interés de apoyo a una persona, idea o proyecto más allá de la retribución económica asociada. Del lado del solicitante de fondos, se tendrá que validar la disponibilidad de otras fuentes de financiamiento o inversores, las condiciones ofrecidas, necesidad de asesoramiento y el costo de capital en sí. Adicionalmente, para las PyMEs se deberá sumar el análisis de conveniencia según la etapa por la cual se encuentre atravesando la empresa, las consecuencias ante la divulgación de información o posibilidad de protección de la propiedad intelectual, y la importancia en generación de información de valor desde los inversores para el diseño, desarrollo, validación de mercado y promoción de un proyecto. Este modelo no solo ofrece una alternativa para recaudar fondos, sino que también representa una herramienta de comunicación, colaboración y promoción para fomentar una comunidad de una masa de potenciales consumidores que contribuyan a la puesta en prueba de la idea, a la validación de las preferencias de consumo del mercado, y, de esa forma, lograr una mayor probabilidad en la aceptación al momento de lanzamiento y asegurando a su vez la retribución prometida a los financiadores.

Resulta válido aceptar que el *crowdfunding* aún se encuentra en una etapa de nicho bajo la cual su expansión se va dando gradualmente y sin el mismo ímpetu dependiendo de la zona geográfica. Es precisamente Argentina uno de aquellos países en los cuales el impacto de esta alternativa de financiamiento aún no ha tomado impulso. No obstante, hemos tratado varios factores que demuestran un contexto bajo el cual el modelo de *crowdfunding* tiene un potencial de implementación y evolución en el país: continuas crisis internas y externas que derivan en una escasez y restricción al crédito para personas físicas y jurídicas, alta desbancarización poblacional junto con una extensiva exclusión financiera y dificultad para acceder a un mercado formal, bajo alcance de VC o BA como alternativas adicionales para que emprendedores consigan fondos, un factor humano idóneo para el desarrollo de ideas innovadoras, potencial de desarrollo para un aumento de inclusión financiera, sumado a ratios de penetración de acceso al internet, servicios móviles y uso de redes sociales mayores al promedio regional e incluso al mundial.

Entonces, ¿cuáles son los obstáculos que dificultan esta inmersión a la alternativa de financiamiento colectivo? Por un lado, el contexto de constante inestabilidad económico-política de Argentina no contribuye a una previsibilidad por parte del público en cuanto a sus flujos de ingreso y egreso ni a una confianza en las instituciones y sistema financiero general. Como consecuencia, una disposición restrictiva del crédito bajo las fuentes tradicionales de financiación obliga a individuos y empresas a recurrir al mercado informal o a cancelar

proyectos. Ello no afecta solo al aseguramiento del empleo sino también a la voluntad y factibilidad de creación y crecimiento de las empresas incluidas las Fintech. Por otro lado, existe aún un espacio de desarrollo de un marco idóneo de políticas regulatorias a ser aplicadas para una mejor implementación del *crowdfunding* en el país. Exploraciones más profundas para realizarse junto con referentes del sector Fintech son necesarias para complementar las políticas actuales, hallar el mejor balance de requisitos, derechos y obligaciones para operar, y así generar una mayor confianza en el uso de la herramienta. En tercer y último lugar, dada la poca claridad pública local sobre el financiamiento colectivo, resulta imprescindible comenzar a formalizar programas de educación financiera y campañas de comunicación sobre la dinámica del modelo en sí, dirigidas tanto a la parte financiadora como a la financiada. Asimismo, con el objetivo de extender el uso de este producto financiero a una mayor cantidad de usuarios es necesario dar alcance a todos los segmentos poblacionales, incluso a los históricamente excluidos. *Crowdfunding* tiene el potencial para lograr impactos en mejoras de inclusión y educación financiera llevando este producto financiero a financiadores y solicitantes de fondos, pero es fundamental que ello se complemente con programas de educación financiera general y sobre el modelo en particular. De esa forma se podrán aminorar los efectos que las barreras de demanda de desconfianza y falta de conocimiento generan en cuanto a la limitación del uso de los servicios financieros de crédito.

Crowdfunding precisamente nace como respuesta a una inestable coyuntura a nivel global, siendo una alternativa que impulsa la búsqueda para un replanteo generalizado del sistema financiero tradicional. En Argentina, la alternativa de financiamiento colectivo no la vemos como reemplazo de las fuentes tradicionales de financiación, aunque sí como un complemento que brinda mejoras en el acceso y uso al crédito dentro del país. El foco público argentino en el incentivo a emprendedores e innovación y sostenimiento de los sectores menos privilegiados debieran allanar este camino que le queda a *crowdfunding* para poder desarrollarse y expandirse.

Todos los desafíos anteriormente mencionados no se solucionarán de forma inmediata. No obstante, resulta innegable que a medida que tanto el público argentino como los entes reguladores perciban los beneficios que aporta *crowdfunding* y trabajen a favor de implementar y fomentar una sana evolución, este modelo irá tomando relevancia y permitirá que miles de inversores y solicitantes de fondos experimenten mejores condiciones en el acceso al crédito y al sistema financiero, se impulse una expansión en la innovación local, se reduzca la brecha de exclusión financiera, a la vez que se contribuya directamente en el crecimiento económico del país. Será una misión compartida entre organismos públicos y referentes Fintech el coordinar esfuerzos para poder sacar provecho a esta gran oportunidad.

10. Referencias bibliográficas

- AdRoll Blog. (03 de Diciembre de 2021). *AdRoll*. Obtenido de <https://www.adroll.com/blog/growth-marketing/unrolling-oculus-from-a-kickstarter-campaign-to-a-billion-dollar-company>
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, Vol.14, p.63-97.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2015). Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol.24(2), p.253-274.
- Ahumada Loyola, M., & Candia Toledo, J. (2015). *Crowdfunding, una nueva herramienta estratégica para la vinculación con el medio de la Universidad de Santiago*.
- Ang, J. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management. *Journal of Small Business Finance*, Vol.1, p.1-13.
- Aslan, G., Deléchat, C., Newiak, M., & Yang, M. (2017). *Inequality in financial inclusion and income inequality*. International Monetary Fund. Vol.17/236.
- Baeck, P., & Collins, L. (2013). Working the crowd. A short guide to crowdfunding and how it can work for you. *Nesta*.
- Banco Central de la República Argentina. (2021). *Comunicación "A" 7406. Proveedores de servicios de créditos entre particulares a través de plataformas. Su reglamentación*.
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2015). *Integración en inclusión financiera: Movilizando recursos para el desarrollo social y económico*.
- Banu, I. (2013). The Impact of Credit on Economic Growth in the Global Crisis Context. *Procedia Economics and Finance*, 6, p.25-30.
- Barclay, M., & Smith, C. (2005). The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.17, p.8-17.
- Bastante, M. (2020). *Estudio Fintech 2020: Ecosistema argentino*. Banco interamericano de Desarrollo (BID).
- BBVA. (2016). *Revolución Fintech*.
- BBVA. (28 de Febrero de 2018). *Los seis riesgos financieros del 'crowdfunding'*. Obtenido de BBVA Research: <https://www.bbva.com/es/seis-riesgos-financieros-crowdfunding/>
- BCRA. (2021). *Informe de Inclusión Financiera. Primer semestre 2021*.
- BCRA. (2022). *Informe de Inclusión Financiera. Segundo semestre 2021*.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Martínez Peria, M. (2008). *Banking Services for Everyone? Barriers to Bank Access and Use Around the World*. World Bank Economic Review. Vol.22, p.397-430.
- Bednorz, J. (01 de Diciembre de 2020). *P2P Market Data*. Obtenido de <https://p2pmarketdata.com/blog/history-of-crowdfunding/>
- Belleflamme, P., & Lambert, T. (2014). Crowdfunding: some empirical findings and microeconomic underpinnings. *SSRN Electronic Journal*. 4. 10.2139/ssrn.2437786.

- Belleflamme, P., Omrani, N., & Peitz, M. (2015). The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, Vol. 33, p.11-28.
- Beller, R., & Brouchy, P. (2 de Marzo de 2018). *Marval, O'Farrell y Mairal*. Obtenido de <https://www.marval.com/publicacion/crowdfunding-13154#:~:text=En%20Argentina%2C%20el%20crowdfunding%20fue,trav%C3%A9s%20del%20mercado%20de%20capitales>.
- Bellón, C., & Ruiz-Verdú, P. (2018). El crowdfunding y la financiación del emprendimiento. *Papeles de la Economía Española*, 157, p.128-150.
- Berger, A., & Udell, G. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Entrepreneurship & Finance eJournal*.
- Boot, A., Hoffmann, P., Laeven, L., & Ratnovsky, L. (2021). Fintech: what's old, what's new? *Journal of Financial Stability*, 53, 100836.
- Bravo Jiménez, T. (2017). *SuambyCrowd. Plan de negocios. Plataforma de equity crowdfunding*.
- Bromberg, L., Godwin, A., & Ramsay, I. (2017). Fintech sandboxes achieving a balance between regulation and innovation. *Journal of Banking and Finance Law and Practice*, Vol28, Nro 4, pp 314-336.
- CAF-BCRA. (2018). *Encuesta de medición de capacidades financieras en Argentina - Año 2017*. Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- Camacho Clavijo, S. (2016). *Crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial*. Revista CESCO de Derecho de Consumo, Nro17.
- Carballo, I. (2020). *Inclusión financiera en poblaciones vulnerables de Argentina: Un diagnóstico multidimensional en base al estudio empírico del Barrio Padre Carlos Múgica (ex Villa 31 y 31 bis)*. Ediciones Cooperativas.
- Carpi Martín, R. (2017). Crowdfunding en Europa: el difícil equilibrio entre regulación y mercado. *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, Nro 25, pp 137-160.
- Comisión Nacional de Valores. (29 de Diciembre de 2017). *Resolución General 717-E/2017*. Obtenido de Infoleg - Información Legislativa: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/305000-309999/305469/norma.htm>
- Comisión para el Mercado Financiero (CMF). (2020). *Proyecto de Ley: Fintech en los ámbitos del mercado de valores*.
- Confederación Argentina de la Mediana Empresa. (2022). *Indicador de Medición al Acceso del Financiamiento - Pymes*. Obtenido de <https://www.redcame.org.ar/secretarias/85/acceso-al-financiamiento>
- Cosh, A., Cumming, D., & Hughes, A. (2009). Outside entrepreneurial capital. *Economic Journal*.
- Cuccaro, L., Sangiácomo, M., & Tumini, L. (2022). *El crédito formal en la Argentina: un análisis con perspectiva de género*.

- Cuesta, C., Fernández de Lis, S., Roibas, I., Ruesta, M., Tuesta, D., & Urbiola, P. (2014). *Crowdfunding en 360: alternativa de financiación en la era digital*. BBVA research. Observatorio Economía Digital. Economía digital y sistemas financieros.
- Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., & Ansar, S. (2022). *The Global Findex Database 2021. Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19*. World Bank Group.
- Di Yenno, F. (2018). Crowdfunding en Argentina: claves de la reglamentación. *Bolsa de Comercio de Rosario, informativo semanal*.
- Ernst & Young. (2019). *Global Fintech adoption index 2019*.
- Ernst & Young. (2021). *Guía de negocios Fintech 2021/2022*.
- Feyen, E., Frost, J., Gambacorta, L., Natarajan, H., & Saal, M. (2021). Fintech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy. *BIS Papers. Monetary and Economic Department*.
- Findexable. (2021). *Global Fintech Rankings Report: Bridging the gap*.
- Freedman, D., & Nutting, M. (2015). *A brief history of crowdfunding*.
- Fronea, C. (N/A). *Smallbrooks*. Obtenido de <https://smallbrooks.com/history-of-crowdfunding/>
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL). (2019). *Inclusión Financiera en la Argentina. Diagnóstico y propuestas de política*.
- Fundación Observatorio PyME. (2018). *Las PyME diversificaron las fuentes de financiamiento durante la última década*. Obtenido de <https://www.observatoriopyme.org.ar/mito/%E2%80%9Cclas-pyme-diversificaron-las-fuentes-de-financiamiento-durante-la-%C3%BA%ltima-d%C3%A9cada%E2%80%9D>
- Ghosh, P., Mookherjee, D., & Ray, D. (2000). Credit Rationing in Developing Countries: An Overview of the Theory. *A Reader in Development Economics*, p.283–301.
- Gila Martínez-Conde, P. (10 de Noviembre de 2021). *Pinsent Masons*. Obtenido de Análisis Out-Law - Crowdfunding en Europa: el nuevo reglamento ya se aplica: <https://www.pinsentmasons.com/es-es/out-law/analisis/crowdfunding-en-europa-el-nuevo-reglamento-ya-se-aplica>
- Gofundme. (N/A). *Gofundme*. Obtenido de <https://www.gofundme.com/c/press>
- Gregson, G. (2014). Financing New Ventures: An Entrepreneur's Guide to Business Angel Investment. *Babson College Entrepreneurship Research Conference*.
- Harrison, R., & Mason, C. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review for potential data sources. *Ventura Capital, Vol10(4)*, p.309-330.
- Hayes, A. (08 de Noviembre de 2021). *Investopedia*. Obtenido de <https://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp>
- Hornuf, L., & Schwiendbacher, A. (2017). Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics, Springer, Vol.49(3)*, pp 579-593.
- Horvatinović, T., & Orsag, S. (2018). Crowdfunding in a Context of Financing Firms Through Their Life Cycle. *Zagreb International Review of Economics and Business, Vol. 21*, p.105-118.

- Iyer, R., Khwaja, A., Luttmer, E., & Shue, K. (2016). Screening Peers Softly: Inferring the Quality of Small Borrowers. *Management Science*, Vol. 62(6), p.1554-1577.
- Keuschnigg, C. (2004). Venture Capital backed growth. *Journal of Economic Growth*, 9(2), p.239-261.
- Kickstarter. (N/A). *Kickstarter*. Obtenido de <https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=press>
- Kleemann, F., Voss, G., & Rieder, K. (2008). Un(der)paid innovators: the commercial utilization of consumer work through crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation*.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A State-preference Model for Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, Vol.28(4), p.911-922.
- Kuppuswamy, V., & Bayus, B. (2015). *Crowdfunding creative ideas: the dynamics of project backers in Kickstarter*. Entrepreneurship & Marketing eJournal.
- Landstrom, H., & Parhankangas, A. (2019). *Handbook of Research on Crowdfunding*.
- Lasrado, L. (2013). *Crowdfunding in Finland: a new Alternative Disruptive Funding Instrument for Business*.
- Lauga, D., & Ofek, E. (2009). Market Research and Innovation Strategy in Duodopoly. *Marketing Science*, 28(2), p.373-96.
- Lloreda Camacho & Co. (2019). *Regulación Fintech en Latinoamérica*.
- Lu., C., Xie, S., & Yu, P. (2014). *Inferring the impacts of social media on crowdfunding*. Proceedings of the 7th ACM International conference on Web search and data mining.
- Medina, L., & Schneider, F. (2018). *Shadow Economies Around the World: What Did We Learn Over the Last 20 Years?* IMF. Working Papers.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2007). *Venture Capital & the Finance of Innovation*. Wiley.
- Ministerio de Economía - Argentina. (2020). *Estrategía Nacional de Inclusión Financiera 2020-2023*.
- Ministerio de Economía - Argentina. (2022). *Plan Nacional de Educación Financiera*.
- Ministerio de Economía de la República Argentina. (N/A). Obtenido de Argentina.gob.ar: <https://www.argentina.gob.ar/inclusion-financiera/personas/credito/diferentes>
- Ministerio de Economía de la República Argentina. (N/A). Obtenido de ¿Necesitás financiamiento?: <https://www.argentina.gob.ar/inclusion-financiera/empresas/financiamiento>
- Ministerio de Hacienda. (2019). *Estrategía Nacional de Inclusión Financiera*. Presidencia de la Nación.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: an exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29, p. 1-16.
- Moreno, R. (5 de Abril de 2018). *Ley Fintech*. Obtenido de Financer.com: <https://financer.com/mx/wiki/ley-fintech/>
- Myers, S. (1984). Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, Vol.39(3), p.575-592.

- Neyra Quispe, F. (2021). *El crowdfactoring como mecanismo alternativo de financiamiento para las micro, pequeñas y medianas empresas y como nueva posibilidad de inversión*.
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22, p.443-470.
- Parlamento Europeo y del Consejo. (7 de Octubre de 2020). *Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo*. Obtenido de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32020R1503>
- Paschen, J. (2016). Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle. *Business Horizons*, Vol.60.
- Pazarbasioglu, C., García Mora, A., Uttamchandani, M., Natarajan, H., Feyen, E., & Saal, M. (2020). *Digital Financial Services*. World Bank Group.
- Pérez Sempere, S. (2017). *La nueva filantropía: hacia la era de la sociedad mecenas. Análisis del crowdfunding social en España*.
- Pérez-Maura, B., & Ferrer Barreiro, J. (14 de Septiembre de 2021). *El confidencial - Jurídico - Tribuna*. Obtenido de El 'crowdfunding' cuenta ya con una regulación mejorada para toda Europa: https://blogs.elconfidencial.com/juridico/tribuna/2021-09-14/crowdfunding-regulacion-mejorada-europa_3288609/
- Renwick, M., & Mossialos, E. (2017). Crowdfunding our health: Economic risks and benefits. *Social Science & Medicine*, Vol.191.
- Roa, M., & Carvallo, O. (2018). *Inclusión financiera y el costo del uso de instrumentos financieros formales: Las experiencias de América Latina y el Caribe*. BID.
- Rodríguez de las Heras Ballell, T. (2013). El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos. *Revista Pensar en Derecho Nro 3*, p.101 y ss.
- Rojas, J. (2015). *Financiamiento público y privado para el sector PyME en la Argentina*.
- Rossi, M. (2014). The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of Crowdfunding. *International Journal of Financial Research*, Vol.5, p.8-18.
- Schwiebacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. *Microeconomics: Intertemporal Choice & Growth eJournal*.
- SEC. (2016). *Crowdfunding, 17 CFR Parts 200, 227, 232, 239, 240, 249, 269, and 274*. Securities and Exchange Commission, Final rule.
- SEC. (2017). *Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers*. Obtenido de SEC: <https://www.sec.gov/info/smallbus/secgrccomplianceguide-051316.htm>
- SEC. (2022). *PART 227 - REGULATION CROWDFUNDING, GENERAL RULES AND REGULATIONS*. Obtenido de National Archives, Code of Federal Regulations: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-227>

- Seminario, F. (28 de Septiembre de 2020). *Crowdfunding en Colombia, al alza gracias a regulaciones más flexibles*. Obtenido de lupana: <https://iupana.com/2020/09/28/crowdfunding-colombia-al-alza-regulaciones-flexibles/>
- Seminario, F. (6 de Septiembre de 2021). *Así avanzan las regulaciones fintech en América Latina*. Obtenido de lupana: <https://iupana.com/2021/09/06/regulacion-fintech-latam/>
- Sha'ban, M., Girardone, C., & Sarkisyan, A. (2019). *Cross-country variation in financial inclusion: a global perspective*. *The European Journal of Finance*. Vol.26, p.1-22.
- Shneur, R., Zhao, L., & Flaten, B. (2020). *Advances in crowdfunding: research and practice*. Palgrave Macmillan.
- Statista. (2021). *Statista*. Obtenido de <https://www.statista.com/statistics/1078273/global-crowdfunding-market-size/>
- Sticco, D. (8 de Octubre de 2019). *El crédito bancario cayó a 9,1% del PBI y se mantiene entre los más bajos del planeta*. Obtenido de Infobae: <https://www.infobae.com/economia/2019/10/08/el-credito-bancario-cayo-a-91-del-pbi-y-se-mantiene-entre-los-mas-bajos-del-planeta/>
- Tapia Hermida, A. (6 de Noviembre de 2020). Decálogo de la nueva regulación europea del crowdfunding. *Diario La Ley*, Nro 9730.
- Technavio*. (Febrero de 2021). Obtenido de Crowdfunding Market by Type and Geography - Forecast and Analysis 2021-2025: <https://www.technavio.com/report/crowdfunding-market-industry-analysis>
- Ueda, M. (2000). Banks Versus Venture Capital. *CEPR Discusión Paper Series*.
- Vanacco. (N/A). *Vanacco*. Obtenido de <https://vanacco.com/articulo/oculus/>
- Vass, L. (2016). *Creating the Real Estate special purpose entity: the best deal structure for crowdfunding Real Estate deals*.
- Vogel Jr., J., & Moll, B. (2014). Crowdfunding for Real Estate. *The Real Estate Finance Journal*, Vol.30 2014/15, 1, p. 5-16.
- We are social, & Kepios. (2022). *Digital 2022: Argentina. The essential guide to the latest connected behaviours*.
- Wikipedia. (N/A). *Wikipedia*. Obtenido de [https://en.wikipedia.org/wiki/Oculus_\(brand\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Oculus_(brand))
- World Bank & CCAF. (2019). *Regulating alternative finance. Results from a global regulator survey*. World Bank Group & Cambridge Center for Alternative Finance (University of Cambridge Judge Business School).
- World Bank Group. (2019). *Fintech: the experience so far*. International Monetary Fund.
- World Bank Group. (N/A). *Financial Inclusion*. Obtenido de <https://www.worldbank.org/en/topic/financialinclusion/overview#1>
- World Economic Forum. (2017). *Beyond Fintech: a pragmatic assessment of disruptive potential in financial services*.
- Zhao, Y., Harris, P., & Lam, W. (2019). Crowdfunding industry: History, development, policies and potential issues. *Journal of Public Affairs*, 19(1).