



## **AGRADECIMIENTOS**

*En primer lugar queremos agradecerle a nuestro tutor, Ing. Juan Trujillo, por el apoyo brindado, su muy buena disposición y por guiarnos en el desarrollo del presente trabajo.*

*A los informantes calificados por su colaboración y tiempo brindado en cada una de las entrevistas y consultas realizadas que fueron de valiosísimo aporte.*

*A todas las demás personas que no fueron citadas, pero que de forma directa o indirecta contribuyeron a la realización de este trabajo final.*

## RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo busca evidenciar si las Plataformas de Financiamiento Colectivo (PFC) inmobiliarias en Uruguay, pueden representar una alternativa de financiamiento para promotores inmobiliarios, oportunidad de inversión para el público en general y, un negocio rentable para la administradora de la PFC.

Este modelo de financiamiento y canal de inversión es cada vez más utilizado en el mundo y su crecimiento ha sido exponencial. Uruguay aún no cuenta con este tipo de plataformas en funcionamiento, considerando que ya existe una normativa aprobada. Por su parte hay poca oferta de alternativas de inversión para pequeños ahorristas y necesidades de financiamiento de pequeños y medianos proyectos inmobiliarios.

Esta investigación analiza la reglamentación vigente en Uruguay para las PFC, comparándola con otros países y modelos de plataformas en funcionamiento en el exterior. Se analiza la situación del mercado de proyectos inmobiliarios en Uruguay, alternativas de inversión disponibles para pequeños inversores y se exponen las principales características de un modelo de PFC inmobiliaria con una estimación de valuación de negocio. Finalmente se concluye sobre los principales aspectos que demuestran los beneficios que traería su utilización para las diferentes partes involucradas.

## INDICE

### Contenido

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1 JUSTIFICACIÓN	2
1.2 OBJETIVO Y CONTRIBUCIONES	4
1.3 METODOLOGÍA APLICADA	5
1.4 LIMITACIONES	6
2. DEFINICIONES, MODELOS Y CARACTERÍSTICAS DE CROWDFUNDING	7
2.1 DEFINICIONES	7
2.2. CLASIFICACIÓN DE MODELOS DE CROWDFUNDING	8
2.3. CARACTERÍSTICAS DE LAS PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING FINANCIERO	9
3. MERCADO INTERNACIONAL DE FINANCIAMIENTO ALTERNATIVO	12
3.1 EVOLUCIÓN GLOBAL Y REGIONAL	12
3.2 CUANTIFICACIÓN POR TIPO DE MODELO	14
3.3. RIESGOS, REGULACIONES Y PREDICCIONES	15
4. MARCO NORMATIVO PARA PLATAFORMAS DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO	18
4.1 URUGUAY	18
4.2 OTROS PAÍSES Y REGIONES	24
5. PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING INMOBILIARIO EN EL EXTERIOR	26
6. SITUACIÓN: MERCADO INMOBILIARIO Y ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO E INVERSIÓN EN URUGUAY	29
6.1. MERCADO DE CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIO	29
6.1.1 Indicadores del mercado de construcción	29
6.1.2 Indicadores de precio del metro cuadrado de edificación	31
6.1.3 Indicadores de mercado de compra venta de inmuebles	32
6.2. ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EN EL SECTOR INMOBILIARIO	34
6.3 ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO DE VALORES URUGUAYO PARA INVERSORES MENORES	37
7. MODELO DE NEGOCIO	42
7.1 MODELO CANVAS	42
7.2 RIESGOS ESPECÍFICOS DE LA PFC Y DE LOS INSTRUMENTOS TRANSADOS	58
7.2.1 PFC	59
7.2.2 Inversores	59
7.3. EVALUACIÓN DEL MODELO	61
CONCLUSIONES	66

BIBLIOGRAFÍA	71
ANEXOS	76
ANEXO I – Supuestos y estimaciones de las proyecciones financieras	76
ANEXO II – Aspectos claves de marcos regulatorios de otros países y regiones relevados	81
ANEXO III - Características claves de plataformas de otros países estudiados	85
ANEXO IV - Entrevistas	89

## 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, y en particular luego de la crisis económica del 2008 muchos países quedaron con sus economías debilitadas y con altos índices de desempleo. En respuesta a esta situación, la sociedad comenzó a desarrollar soluciones innovadoras para incidir a través de un crecimiento inteligente, sostenible e integrador que resultaría en la creación de empleos y el mejoramiento de la productividad. De esta forma surge la economía colaborativa, una respuesta disruptiva, que se define como un modelo estructurado sobre canales y plataformas tecnológicas de participación ciudadana que son autónomas e independientes y que han generado negocios e intercambios basados en la reputación y la relación entre pares, con el objetivo de optimizar los activos subutilizados. (Informe especial. Matchmaking: el surgimiento de la economía, 2016).

Algunos ejemplos de negocios más destacados de economía colaborativa son: Uber, AirBnb, Mercadolibre, PedidosYa que, si bien no son empresas de transporte, alojamiento, tiendas o restaurantes respectivamente, tienen en común el uso de plataformas tecnológicas para vincular compradores con vendedores o usuarios con prestatarios, y acrecentar el poder del consumidor al poner a su disposición mucha más información para comparar precios y calidad de los productos o los servicios, sin depender de ningún intermediario, ni permiso o licencia gubernamental.

Esta idea de compartir, de participar en masa en diferentes prestaciones, se ha expandido al ámbito de la inversión y financiamiento de proyectos a través de plataformas web, donde personas que tienen ahorros y desean invertir, donar regalar o prestar, y otras que necesitan financiar sus ideas de diferentes naturalezas, consiguen ponerse en contacto y poner en marcha un proyecto común. Este innovador sistema de inversión y financiación se le denomina *crowdfunding*.

El *crowdfunding*, denominación que proviene del inglés, de unir las palabras crowd (multitud) y funding (financiamiento), dentro de los movimientos colaborativos, ha adquirido relevancia en los últimos años gracias a los avances de las nuevas tecnologías. El ecosistema FinTech, abreviación de Financial Technology, ha experimentado crecimiento debido a la reciente demanda de servicios financieros que no están siendo cubiertos por la banca tradicional, así como también un aumento de la demanda de servicios financieros digitales originada por la pandemia. (BID, 2022).

Según trabajo de investigación sobre “Financiación Participativa (*Crowdfunding*) en URUGUAY” (Ramos, 2019), concluye que hay un retraso en el desarrollo y consolidación del Financiamiento Participativo en Uruguay pese a las potencialidades asociadas a la riqueza, el desarrollo social digital y una relativa facilidad para acceder al crédito. Este retraso lo asocian al entorno jurídico que no favorece el emprendimiento y el entorno cultural que no dota de prestigio social ni al emprendimiento ni a los emprendedores.

En el presente trabajo se abordará el análisis del modelo de negocio de un *Crowdfunding* Inmobiliario, como medio alternativo al financiamiento tradicional, así como también como medio de canalizar la inversión del público en general que posee pequeños ahorros y desea invertir en este tipo de proyectos.

## **1.1 JUSTIFICACIÓN**

Según informe del Centro de Finanzas Alternativas de Cambridge (CCAF), “The Second Global Alternative Finance Market Benchmarking Report”, del año 2021, el crecimiento del volumen de transacciones operado por las plataformas de financiamiento alternativo a nivel global (excluido China), ha tenido un aumento sostenido desde 2013, a pesar del trasfondo del COVID-19. De 2019 a 2020 el aumento fue del 24% alcanzando USD 113 billones, de los cuales USD 5,27 billones pertenecen a América Latina y el Caribe (ALC). Estos resultados evidencian un crecimiento importante de este tipo de financiamiento alternativo y su potencial crecimiento futuro.

La ley de Fomento al Emprendedurismo aprobada en setiembre de 2019 le dio un marco legal al Financiamiento Participativo, dando origen a la figura de las Plataformas de Financiamiento Colectivo (PFC), definiéndolas como “mercados de negociación de valores de oferta pública abiertos a la participación directa de inversores y reservados a emisiones de monto reducido”. Posteriormente en diciembre de 2020 se emitió la reglamentación a través del Banco Central del Uruguay (BCU). Contar con un marco regulatorio brindará mayor transparencia y mecanismos para mitigar o reducir los riesgos de la actividad.

Este mecanismo de financiamiento representa un medio más ágil, flexible y posiblemente menos costoso que los medios tradicionales de financiamiento de proyectos inmobiliarios de mediana y pequeña dimensión. Además, permitirá ampliar las alternativas de financiamiento de promotores inmobiliarios actuales o aquellos nuevos promotores que no pueden acceder a los mismos debido a dificultades de acceso a financiamientos tradicionales o círculos de inversores particulares.

En términos de alternativas de inversión en Uruguay, representa una oportunidad para los inversores actuales y potenciales inversores. Los *crowdfunding* inmobiliarios pueden ofrecer un amplio espectro de posibilidades de inversión, a las que pueden acceder con participación muy pequeña, en comparación con las inversiones financieras tradicionales. El marco normativo de la actividad de las PFC brinda mayores garantías en comparación con otras alternativas de inversión destinadas a pequeños inversores; la norma establece límites de inversión por proyecto lo cual favorece la diversificación, además promueve la inversión en proyectos nacionales, desalentando la salida de capitales al extranjero.

La ley N° 18.795 de Acceso a la Vivienda de Interés Social aprobada en agosto de 2011 y modificaciones posteriores, reglamentada por el decreto N° 355/011, promueve la inversión privada en construcción, refacción o ampliación de vivienda con destino tanto a la venta como alquiler. Esta ley promueve la construcción de viviendas para sectores de medios y bajos ingresos, con importantes beneficios tributarios tanto para los inversores como compradores. Desde la aprobación de la ley, se ha observado un aumento sostenido de proyectos inmobiliarios que se amparan en la misma, lo que ha



dinamizado el mercado inmobiliario, suponiendo un potencial de incremento hacia el futuro.

Por otra parte, a la demanda de ahorristas con poco capital que buscan invertir en ladrillos, las modificaciones de la Ley 18.795 que permitieron la construcción de monoambientes en este régimen, son factores que impulsan a la inversión de tipo inmobiliaria. El público de la vivienda promovida se estima en un 90% por inversores, y un 10% en consumidores finales según informa jefe de ventas de inmobiliaria ACSA. Estos antecedentes representan una oportunidad para el uso del *crowdfunding* inmobiliario como medio de financiamiento y de inversión.

Finalmente, otra de las motivaciones de esta investigación viene dada porque a la fecha del presente trabajo no existen PFC autorizadas para operar en Uruguay, aunque existen algunos proyectos en estudio, uno de los cuales fue objeto de entrevista (denominada "Crowder").

## **1.2 OBJETIVO Y CONTRIBUCIONES**

La presente investigación busca identificar argumentos que evidencien si el *crowdfunding* inmobiliario (PFC inmobiliario) bajo marco normativo en Uruguay, puede representar, (1) una alternativa de financiamiento para promotores inmobiliarios (emisores), (2) oportunidad de inversión para el público en general y, (3) un negocio rentable para la administradora de una PFC inmobiliaria.

Principales contribuciones del objetivo de la investigación:

- Describir las principales características del modelo de *crowdfunding*, tipos de plataformas en algunos países y regiones, evolución del mercado y su potencial de crecimiento para el futuro.
- Sintetizar el marco normativo en Uruguay y proponer posibles mejoras para el desarrollo de la actividad.
- Describir los principales riesgos de la actividad del *crowdfunding* y, en particular del inmobiliario.

- Identificar las principales alternativas de inversión en el mercado uruguayo para pequeños inversores, alternativas de financiamiento para promotores inmobiliarios y análisis de la evolución de indicadores del mercado de construcción como potencial mercado para las PFC inmobiliarias.
- Exponer los principales aspectos del modelo de negocio de una PFC inmobiliaria y estimación de su valuación de negocio.
- Difundir el modelo de *crowdfunding* como alternativa de financiamiento y de inversión.

### **1.3 METODOLOGÍA APLICADA**

El presente trabajo sigue principalmente un método descriptivo, realizando un relevamiento sobre el mercado *crowdfunding*, específicamente inmobiliario. Para ello, se recurrió a fuentes primarias como fueron las 10 entrevistas a expertos en la materia: BCU, Bolsa de Valores Montevideo (BVM), Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA), Corredores de Bolsa, Banco Itaú, desarrolladores inmobiliarios, PFC inmobiliaria operando en España, Crowder, sociedad anónima en proceso de apertura en Uruguay, entre otros, los que aportaron información valiosa. Las mismas tuvieron un enfoque cualitativo eligiendo el formato más apropiado dependiendo de la información de interés a recabar en cada caso.

Respecto a las fuentes secundarias, se seleccionaron publicaciones de artículos académicos, normativa legal, reportes estadísticos, plataformas de *crowdfunding* del exterior, publicaciones de prensa, trabajos monográficos, sitios web, entre otros.

En la investigación de las plataformas de *crowdfunding* del exterior, se realizó una observación de campo, mediante la creación de usuarios web, para poder estudiar con mayor detenimiento cómo funcionan.

La herramienta utilizada para la presentación del modelo de negocio es la metodología Canvas.

El documento se estructura de la siguiente forma: el segundo capítulo brinda definiciones, tipos de modelos de *crowdfunding* y sus características. El tercer capítulo, describe el entorno FinTech en la región y el mundo, para enmarcar al *crowdfunding* dentro del mismo, y enfatizar los riesgos asociados, en el cuarto se desarrolla la evolución en materia regulatoria a nivel local e internacional. Con este primer avance, se procede a profundizar en el quinto capítulo sobre el funcionamiento de las PFC inmobiliarias en el exterior y posteriormente el sexto ofrece un análisis situacional del mercado inmobiliario y alternativas de inversión para público minoritario en Uruguay. Dado este marco de referencia, en el séptimo capítulo se procede a presentar el posible modelo de negocio PFC inmobiliaria en Uruguay y sus riesgos específicos. Finalmente, en las conclusiones, se busca dejar algunos datos claves y reflexiones sobre la implementación de una PFC inmobiliaria.

#### **1.4 LIMITACIONES**

No existe a la fecha de publicación del presente trabajo, alguna PFC autorizada en Uruguay, sólo se encontró un equipo de interesados en el negocio que fue objeto de entrevista.

## 2. DEFINICIONES, MODELOS Y CARACTERÍSTICAS DE CROWDFUNDING

### 2.1 DEFINICIONES

#### 2.1.1. Financiación Colectiva, Participativa, Alternativa, Crowdfunding

El término *crowdfunding*, significa financiación en masa, esto es, grandes cantidades de individuos aportando pequeñas cantidades de dinero a una causa.

Según la diversa bibliografía al respecto, el concepto *crowdfunding* tiene su raíz en el término *crowdsourcing*, es decir, un modo de producción colectivo sin ninguna forma de organización formal, Melhem, D. C. (2014). Por su parte, el *crowdfunding* se refiere al financiamiento colectivo como una alternativa al financiamiento tradicional, buscando “levantar” fondos con el apoyo de una multitud para llevar un proyecto adelante.

En sus inicios, el *crowdfunding* se orientó a causas benéficas y culturales, como la producción de obras literarias o musicales, pero avanzando en el tiempo su uso se ha extendido a la financiación del consumo de particulares o de proyectos empresariales, causado o inspirados por la crisis económica financiera del 2008.

*Crowdfunding* representa una categoría dentro de los desarrollos de tecnología financiera FinTech, medio tecnológico que ha revolucionado la forma de interactuar con los servicios financieros, direccionando la captación de capital a través de soluciones digitales e innovadoras, pudiendo potenciar el acceso en áreas no alcanzadas por instituciones financieras tradicionales. (Ziegler, 2020).

El desarrollo de las FinTech encuentra sus causas en la combinación de factores como el desarrollo de sistemas de procesamiento de datos más eficaces, permitiendo traspasar las barreras geográficas, a costos razonables, con la necesidad de sectores de la sociedad que no son alcanzados por las instituciones financieras tradicionales.

## 2.2. CLASIFICACIÓN DE MODELOS DE CROWDFUNDING

Las iniciativas de *crowdfunding* surgen en una variedad de mercados, que van desde actividades culturales, como la música o el cine, causas sociales, de caridad, cuestiones ambientales, hasta la actividad financiera. Esta última, objeto de la investigación, implica un retorno financiero, donde hay emisión de valores en serie, colocadas al público en general, y la inversión de ese público que tiene excedentes de dinero.

Según David Igual, en una publicación de 2016, clasifica a las plataformas en tres tipos, (citado por García Daniel, 2019):

***Crowdfunding de recompensas***, en el cual las personas donan para apoyar proyectos de su interés con el fin de sentirse partícipe de los mismos, ya sea, a cambio de recibir productos, servicios, entre otros.

***Crowdfunding de donaciones***, en el que las personas donan sin recibir nada a cambio, como una acción altruista para apoyar la realización del proyecto.

***Crowdfunding financiero***, que a su vez se subdivide en dos categorías:

- ***Crowdlending*** (préstamos), donde los usuarios (con carácter de inversionistas) apoyan los proyectos que consideran interesantes, a cambio de una ganancia, que proviene de una tasa de interés fija y el reembolso de su capital en un plazo determinado.
- ***Crowdequity***, donde los inversionistas pueden obtener acciones de la empresa o proyecto, invierten a cambio de participaciones del proyecto, o ganancias futuras del proyecto. La rentabilidad de la inversión queda sujeta al éxito del proyecto.

Por su parte el **Crowdfunding inmobiliario**, objeto de estudio, en ocasiones es tratado como una modalidad diferente, y en otras como parte del *crowdequity*, o *crowdlending* donde se observan ejemplos de plataformas inmobiliarias que ofrecen participaciones en préstamos o capital. En el modelo de *crowdfunding* inmobiliario, es decir aplicado a *real estate*, la figura más común es, adquirir propiedades entre varios inversores quienes serán dueños de una participación de las mismas y percibirán los retornos producidos por el alquiler y/o revalorización de los bienes adquiridos. A dicho rendimiento inmobiliario se lo puede clasificar como una combinación de renta variable y renta fija. El inmueble tiene dos puntos de ingresos, por un lado, el *cash flow* proveniente del alquiler, asimilable al rendimiento de un **bono**, y por otro lado la apreciación del bien, de comportamiento similar a una **acción**.

Para un ejemplo concreto, si se constituye una sociedad anónima para comprar un edificio, y luego alquilar sus apartamentos con el fin de que dichas ganancias fluyan a esa sociedad para su posterior distribución, se tendría en este caso, un inmueble cuasi renta fija, pero sin embargo el instrumento es la sociedad anónima por las acciones, por tanto calificaría como un modelo de renta variable.

Cabe mencionar que la clasificación anterior de *crowdfunding*, es en su forma más tradicional. Actualmente, el ecosistema de actividades financieras digitales ha evolucionado y por tanto han surgido modelos más delineados, que según CCAF Report, (2021), adopta la taxonomía de 16 modelos, divididos en Deuda, Capital y No-financieros, que se presentan en el capítulo 3.

### **2.3. CARACTERÍSTICAS DE LAS PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING FINANCIERO**

Las siguientes características se resumen tras la revisión de la diferente bibliografía al respecto y principalmente del análisis de una serie de plataformas de *crowdfunding* financiero según BBVA Research, 2014.

- **Ámbitos de negociación a través de sitios Web**

Las plataformas de *crowdfunding* conforman sitios web donde se vinculan inversores y solicitantes de financiación.

- **Intermediación directa entre demandantes y oferentes de recursos financieros**

Se unen dos aspectos importantes, por un lado, se está ante un fenómeno de “desintermediación”, es decir, hay un contacto directo entre demandantes y oferentes de recursos financieros, y por otro lado, la tecnología, facilitando esa intermediación entre inversores y solicitantes, a través de la herramienta de la plataforma en línea.

- **Reducción de costos de transacción**

La información que se facilita en las plataformas, permite acercar rápidamente la necesidad de capital con la capacidad de financiación. Se elimina la participación de una institución financiera tradicional, esto supone que los solicitantes accedan a financiamiento con menores costos.

- **Evalúan el riesgo y/o clasifican los proyectos**

Este tipo de plataformas generalmente, evalúa los proyectos en conjunto con la solvencia o viabilidad del promotor, para catalogarlos en función del riesgo y luego así hacerlos públicos en la propia plataforma.

Sin embargo, las plataformas asumen una responsabilidad limitada, tanto el riesgo de solvencia como de liquidez son asumidos por el inversor.

- **Gestionan los riesgos a través de la diversificación**

En el caso del *crowdfunding*, el riesgo se reparte entre todos los inversores a diferencia de la actividad financiera tradicional donde el riesgo de impago es asumido por el banco.

- **Inspiradas en modelos de financiación tradicionales**

En general, se trasladan modelos de financiación tradicionales, a un escenario donde la financiación proviene de una multitud de inversores.



### 3. MERCADO INTERNACIONAL DE FINANCIAMIENTO ALTERNATIVO

#### 3.1 EVOLUCIÓN GLOBAL Y REGIONAL

Según un informe del Banco Interamericano de Desarrollo, Fintech en América Latina y el Caribe (ALC), 2022, se observa un crecimiento sostenido del ecosistema FinTech en dicha región.

Tomando como base de datos CCAF Report, (2021), los números de financiamiento alternativo se pueden observar en los Gráficos 3.1 y 3.2. El volumen transaccional de financiamiento alternativo ha seguido la tendencia de aumento para el periodo 2015 - 2020. Para el año 2020 el volumen global ascendió a USD 113 billones (excluido China) y ALC 5,27 billones. Para el periodo histórico de referencia se observa un crecimiento substancial para ALC año tras año. Entre 2018 y 2019, creció 167% y 9,11% entre 2019 y 2020. Por otra parte, el mercado sólo de EEUU representó para el 2020, USD 73,62 billones, liderando el 93% del total de las américas y el primer lugar a nivel mundial, siguiendo en segundo lugar, Reino Unido.

Gráfico 3.1

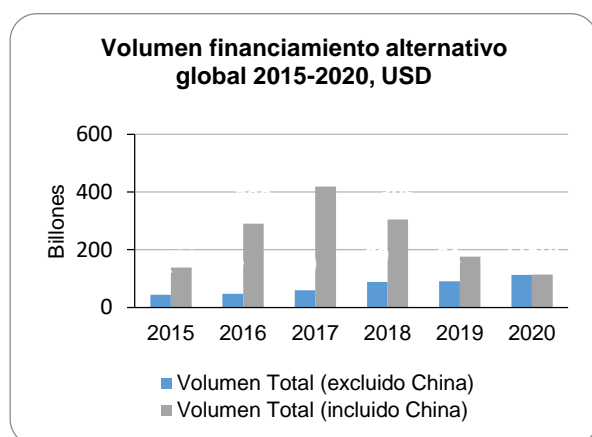
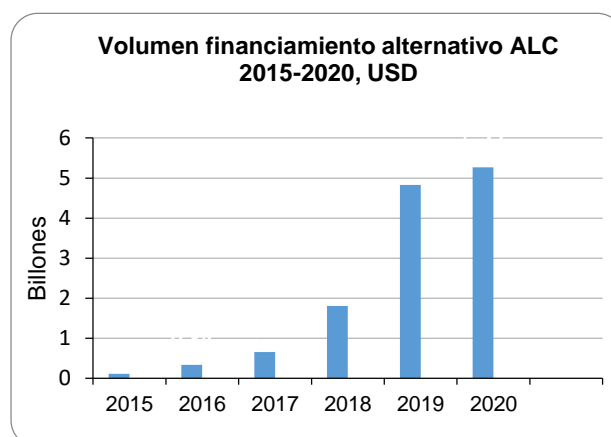


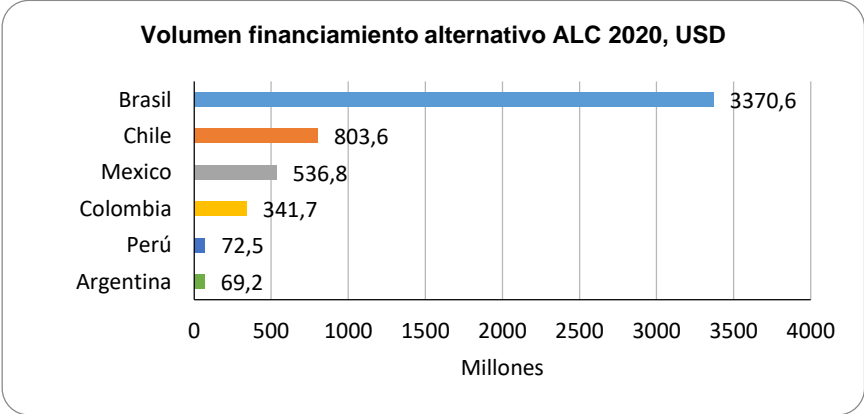
Gráfico 3.2



Fuente: Elaboración propia con datos CCAF Report, (2021)

El siguiente Gráfico 3.3 muestra la distribución en ALC para el 2020, con Brasil liderando la región:

**Gráfico 3.3**



Fuente: Elaboración propia con datos de CCAF Report, (2021)

Si se hace referencia a la regulación, se destaca la importancia que parece haber en una correlación entre, crecimiento en el volumen de operaciones bajo el financiamiento alternativo y el avance en los marcos regulatorios. En lo que respecta a actividades FinTech, Brasil y México y en *Factoring*, Chile, los cuales han contribuido al crecimiento de este tipo de financiamiento en los últimos años. Por su parte, es probable que Perú y Colombia, que recientemente han aprobado regulaciones específicas en FinTech, también experimenten aumentos de esa modalidad de financiamiento.

Al respecto, se han observado varios ejemplos de iniciativas innovadoras en regulación en la región, por ejemplo la implementación de “Sandboxes regulatorios” en Brasil, México y Colombia. Consiste en espacios de experimentación que permiten a empresas innovadoras operar temporalmente, bajo ciertas reglas que limitan aspectos como el número de usuarios o el período de tiempo en que se puede ofrecer el producto. De esta forma las empresas pueden probar productos, servicios y soluciones originales, ante la atenta mirada del supervisor<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Sandbox Regulatorio en América Latina y el Caribe para el ecosistema FinTech y el sistema financiero (BID, 2018)

### 3.2 CUANTIFICACIÓN POR TIPO DE MODELO

En cuanto a las categorías de financiamiento alternativo, (Deuda - Capital - No financieras), se encuentran varios modelos dentro de cada categoría, según investigación de CCAF Report, (2021) sobre las encuestas realizadas a diversas empresas, se clasifican según se expone en la Tabla 3.1:

**Tabla 3.1**

Categoría	Año 2020	Volumen Global (ex. China)		Volumen ALC	
	Modelo Financiamiento Alternativo	Millones USD	% Mercado	Millones USD	% Mercado
Deuda	<i>P2P / Marketplace Consumer Lending</i>	34.733	31%	261	5%
	<i>Balance Sheet Business Lending</i>	28.018	25%	3.275	62%
	<i>Balance Sheet Consumer Lending</i>	11.893	11%	411	8%
	<i>P2P / Marketplace Business Lending</i>	15.374	14%	30	1%
	<i>P2P / Marketplace Property Lending</i>	3.074	3%	9	0%
	<i>Balance Sheet Property Lending</i>	1.808	2%	-	0%
	<i>Invoice Trading</i>	3.869	3%	1.146	22%
	<i>Consumer Purchase Finance/BNPL</i>	505	0%	12	0%
	<i>Debt-based Securities</i>	385	0%	14	0%
	<i>Mini Bonds</i>	44	0%	-	0%
Capital	<i>Real estate Crowdfunding</i>	2.777	2%	24	0%
	<i>Equity-based Crowdfunding</i>	1.520	1%	37	1%
	<i>Revenue/Profit Sharing</i>	85	0%	0	0%
	<i>Community Shares</i>	24	0%	-	0%
No Financieros	<i>Donation -based Crowdfunding</i>	7.003	6%	16	0%
	<i>Reward-based Crowdfunding</i>	1.243	1%	10	0%
	<i>Crowd-led Microfinance</i>	151	0%	23	0%
Otros	Otros	3	0%	-	0%
	<b>Total millones</b>	<b>112.510</b>	<b>100%</b>	<b>5.268</b>	<b>100%</b>
	<b>Total billones</b>	<b>113</b>		<b>5,27</b>	

Fuente: Elaboración propia con datos de CCAF Report, (2021)

Como se observa, en ALC al igual que en el mercado global, la categoría de deuda lidera las actividades de financiamiento alternativo con el 98% de participación y dentro de esta categoría, el modelo *Balance Sheet Business Lending*<sup>2</sup>, es el de mayor representación.

<sup>2</sup> **Balance Sheet Lending (Balances Generales):** Una plataforma digital de préstamos que retiene al demandante del préstamo (total o parcial) utilizando fondos del balance del operador de la plataforma. Estas

Por su parte, como se puede observar en la Tabla 3.2, en ALC los modelos de capital/*equity*, (categoría que pertenece el *crowdfunding* inmobiliario), alcanzó un volumen de USD 88,57 millones en 2019, representando un crecimiento respecto a 2018 del 95%. Sin embargo, en 2020 tuvo una caída del 31% pero el promedio del crecimiento entre 2017 y 2020 fue del 20%.

**Tabla 3.2**

Año	Modelo de Deuda USD Millones	Modelo de Capital USD Millones
2014	42,85	3,35
2015	75,70	16,91
2016	312,27	10,70
2017	573,98	46,59
2018	1.684,71	45,51
2019	4.667,22	88,57
2020	5.157,82	61,19
<b>Total</b>	<b>12514,55</b>	<b>272,82</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de CCAF Report, (2021)

### 3.3. RIESGOS, REGULACIONES Y PREDICCIONES

#### 3.3.1. Riesgos

A nivel global, según la encuesta de CCAF Report, (2021), los riesgos percibidos que podrían afectar las operaciones de las plataformas y su capacidad para atender a los clientes, fueron: el fraude de los clientes, el aumento de los impagos (*default*), la violación de la ciberseguridad, cambios en la regulación actual y la aparición de la actividad BigTech.

Los principales riesgos señalados por las plataformas que operan con modelos de deuda, suelen estar asociados en primer lugar, a los riesgos de los cambios en la

---

plataformas operan más como del tipo intermediarias, originando y activando préstamos, por tanto, el riesgo de pérdida si no hay repago del préstamo es con el operador de la plataforma. Este último opera como un intermediario crediticio no bancario.

**Peer to Peer (P2P) Lending:** Un grupo de individuos o inversores institucionales proveen un préstamo (garantizado o no) a un consumidor o comerciante prestatario. En su forma más ortodoxa, la plataforma de préstamo P2P actúa en el ámbito de conexión entre inversor(es) y demandantes tal que el riesgo de pérdida financiera si no hay repago del préstamo es con el inversor y no con la plataforma. Dependiendo de la jurisdicción, este modelo puede ser considerado dentro de préstamos basados en *Crowdfunding*, *Marketplace Lending*, Finanzas Colaborativas, o *Crowdlending*.

normativa, en segundo lugar, al fraude de clientes, y con más de un tercio, a un notable aumento de *default*.

Al igual que en los modelos de deuda, la mayor preocupación en los modelos de capital/renta variable (*crowdfunding* inmobiliario y el *crowdfunding* basado en acciones), estuvo asociada a los riesgos de cambios en la regulación. Por otra parte, casi un tercio de este modelo de plataformas, indicaron el riesgo de violación de la ciberseguridad como la siguiente preocupación.

Focalizando en ALC, los tres principales riesgos reportados fueron, los cambios en la regulación como el riesgo más notorio, con el 44%. Les siguieron el fraude de clientes (29%), y las violaciones a la ciberseguridad, donde más de una cuarta parte de las empresas lo consideran un riesgo importante.

### **3.3.2. Regulación**

A nivel mundial, la regulación sigue siendo un desafío clave para el sector de las finanzas alternativas.

Se encontró que, en la mayoría de las regiones analizadas, Estados Unidos y Canadá, el Reino Unido, Europa y la región de Asia-Pacífico (excluida China), más de la mitad de las plataformas de todos los modelos de negocio perciben que la regulación en su jurisdicción es adecuada.

En ALC, en cuanto a la percepción de la regulación dentro de los modelos basados en deuda y capital, más de la mitad de las empresas mencionó que la normativa es adecuada para las actividades de su plataforma, con el 57% en promedio entre ambos modelos. Por el contrario, el 23% de las empresas manifestó que la regulación es excesiva y demasiado estricta para las actividades de su plataforma y, otros afirmaron que no haber regulación específica y que podría ser necesaria en algunos casos. (CCAF Report, 2021).

Finalmente, en lo que tiene que ver con la autorización reglamentaria para operar dentro de ALC, aproximadamente un 70% en promedio de plataformas con modelo de

capital o deuda, reportaron estar autorizadas en su jurisdicción, mientras que el resto, en su mayoría reportó no necesitar autorización, y en un porcentaje muy menor reportaron contar con permisos provisionales, o estar bajo otros licenciamientos.

### **3.3.2. Predicciones de desarrollo del mercado de las finanzas alternativas**

Siguiendo el estudio realizado por CCAF, hay determinados factores, (Economía, Regulación, Confianza, y Educación) que podrían explicar el desarrollo del mercado de las finanzas alternativas.

Al respecto se observó, una asociación positiva entre el desarrollo económico, medido por el PIB per cápita, y los volúmenes de financiación alternativa per cápita. Otro factor, que puede influir en el desarrollo de este mercado incluye el grado en que la regulación existente en un país regula adecuadamente las operaciones de las plataformas de financiación alternativa. En lo que respecta a la confianza, se detecta una asociación positiva entre la percepción de la confianza del público en las instituciones financieras tradicionales, en las plataformas financieras alternativas, el nivel general de confianza social y el volumen per cápita de financiamiento alternativo.

Parecería contradictorio el hallazgo, ya que algunos pueden afirmar que las finanzas alternativas surgieron como un desafío a las finanzas tradicionales, sin embargo se visualizan más bien como un complemento de los servicios financieros tradicionales, añadiendo valor y sirviendo a segmentos desatendidos, en lugar de sustituir a los servicios financieros tradicionales.

Y aunque las plataformas de financiación alternativa pueden desempeñar un papel en el empuje de las instituciones tradicionales hacia una mayor innovación, a menudo carecen de la infraestructura financiera, base de clientes y poder de mercado que tienen las instituciones tradicionales, y por tanto, a menudo optan por la colaboración antes que competir con ellas.

En cuanto al factor educación, el estudio sugiere que la educación y la formación en finanzas alternativas pueden traducirse en mayores volúmenes per cápita también.

## 4. MARCO NORMATIVO PARA PLATAFORMAS DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO

Los diferentes modelos de *crowdfunding* alteran el diseño de las políticas gubernamentales, cambian el rol tradicional de las instituciones financieras y la manera de hacer negocios. Melhem, D. C. (2014)

El surgimiento de nuevas empresas financieras basadas en plataformas tecnológicas, que propicia un cambio en la forma de operar en el mercado financiero, hace necesario un marco regulatorio para los nuevos riesgos potenciales que traen aparejados, como ser riesgos operacionales, riesgos tecnológicos y financieros. Según lectura de bibliografía al respecto, se sostiene que la regulación debe ser tratada desde una óptica que promueva la competitividad y la innovación, no con un fin de restricción.

### 4.1 URUGUAY

El marco normativo en el Uruguay referido a plataformas de financiamiento colectivo está contemplado principalmente en la Ley de Emprendedurismo y la reglamentación dictada por el BCU, que se exponen a continuación.

#### 4.1.1 Ley de Fomento al Emprendedurismo

El 18 de setiembre de 2019 se aprobó la ley 19.820 de Fomento del Emprendedurismo (la “LFE”), la cual dio origen a la figura legal de las “Plataformas de Financiamiento Colectivo” (las “PFC”), definiéndose como “mercados de negociación de valores de oferta pública abiertos a la participación directa de los inversores y reservados a emisiones de monto reducido”. Esta Ley modificó la Ley 18.627 del Mercado de Valores, incorporando la figura de la PFC.

La Ley designó a la Superintendencia de Servicios Financieros (la “SSF”), dependiente del BCU, como entidad reguladora y de supervisión de las PFC así como de la actividad que se desarrolle en las mismas.

Los aspectos más destacados de la Ley son:

- Las PFC deberán registrarse en la Superintendencia de SSF del BCU para poder funcionar.
- Aquellas personas jurídicas cuyas ventas anuales superen los límites que establezca el BCU, estarán prohibidas de realizar emisiones en las PFC.
- En materia de prevención de lavado de activos, las PFC serán sujetos obligados financieros frente a la Unidad de Información y Análisis Financiero (“UIAF”).
- Existirán excepciones para los emisores en relación al cumplimiento de ciertas normas relativas al gobierno corporativo, y estos no estarán obligados a designar auditores externos.

En esta misma ley también se creó el tipo de sociedad comercial llamado “Sociedad por Acciones Simplificadas”, que se caracteriza por permitir que su patrimonio sea independiente al de sus titulares o dueños. Una de las limitaciones que establece la Ley para este tipo de sociedad es que, no podrán hacer oferta pública de sus acciones.

#### **4.1.2 Reglamentación de la actividad de las PFC**

El 28 de diciembre de 2020, la SSF del BCU emitió la Circular N° 2377 que reglamentó la actividad de las empresas administradoras de PFC, así como también estableció requisitos para emisiones, emisores e inversores que operen a través de estas plataformas. Además, modificó la definición “Oferta Pública de Valores” incorporando la posibilidad que se realice en el ámbito de una PFC.

El *Crowdfunding* se encuentra regulado por la LFE y es denominado “Sistema de Financiamiento Colectivo”, contemplando la posibilidad de financiarse a través de la emisión de oferta pública, con menores requisitos que la oferta pública estándar.

A continuación, se presentan los aspectos más destacados de la reglamentación:



## **Empresas administradoras de PFC**

Los administradores de PFC deberán ser sociedades anónimas, excepto cuando estas sean administradas por Bolsas de Valores. Deberán solicitar autorización para funcionar ante la SSF del BCU, la cual exige una serie de requisitos de registro similares a los exigidos para las Bolsas de Valores, entre los que se destacan: garantías de depósito en BCU, contratación de auditores externos, autorización de tercerización de servicios, implementación de prácticas de gobierno corporativo y un sistema integral para prevenirse de ser utilizadas para el lavado de activos, financiamiento del terrorismo y de la proliferación de armas de destrucción masiva. Adicionalmente deberán cumplir con un régimen de presentación de informaciones al regulador.

Su actividad debe ser de objeto exclusivo (poner en contacto de forma profesional a través de la PFC, a emisores e inversores) y adicionalmente deberán actuar como: i) representantes de los tenedores de valores; ii) agente de pago y; iii) entidad registrante de las emisiones. Además, deberán prever una sección específica para la negociación secundaria de los valores inscritos (mercado secundario).

Deberán registrar a los emisores y emisiones en el Registro del Mercado de Valores de la SSF, divulgar la información a los emisores e inversores sobre sus derechos y obligaciones que asumen al operar con las PFC y verificar y evaluar los requisitos aplicables a emisores y valores inscritos en la plataforma.

La reglamentación también prevé prohibiciones tales como, actuar en calidad de emisores en las plataformas que administren, destacar o emitir juicios de valor acerca de los emisores o emisiones inscritas en la PFC, prestar servicios de asesoramiento a los emisores y otorgar financiamiento a emisores o inversores, entre otros.

Las PFC deberán mantener cuentas bancarias o instrumentos de dinero electrónico independientes para garantizar una adecuada separación de los movimientos de su patrimonio y de sus clientes.

Dentro de los requisitos particulares del sistema integral de prevención de lavado, se destacan:

- Instrumentar procedimientos eficaces para identificación de inversores, cuando se trate de inversores que otorguen financiamiento por un total acumulado de UI 306 mil al año, la cual deberá verificarse a través de un contacto personal con el titular.
- Podrán aplicar procedimientos de debida diligencia simplificada para inversores que operen, por un monto individual o acumulado inferior a USD 15.000.

En cuanto a los requerimientos de protección de los usuarios del sistema financiero, las administradoras de PFC, además de proporcionar información sobre derechos y obligaciones de emisores e inversores, deberán:

- Proporcionar a los inversores como mínimo una vez al año, estados de cuenta de sus inversiones.
- Poner a disposición del público en general a través de su sitio web como mínimo:  
i) información diaria sobre cada operación sobre valores realizada en su ámbito de negociación; ii) informe diario y mensual sobre los valores inscritos; considerando detalles de información de la reglamentación.

## **Emisores**

Los emisores deben registrarse ante la empresa administradora de la PFC, la cual deberá verificar y evaluar el cumplimiento de los requisitos aplicables.

Entre los requisitos establecidos en la norma para emisores se destacan:

- Podrán ser empresas residentes o no residentes con ventas anuales que no superen el equivalente a UI 75 millones (excluido el impuesto al valor agregado), en cada uno de los dos últimos ejercicios económicos. En caso de pertenecer a un grupo económico, se considerará dicha cifra de ventas, como la suma de ventas de todo el grupo.

- La financiación podrá instrumentarse mediante la emisión de valores representativos de capital, de deuda o títulos mixtos.

Los emisores también tendrán un régimen de presentación de información periódica a la PFC.

Anualmente:

- Las personas Jurídicas y Personas Físicas que no preparen estados financieros: deberán presentar, certificados de vigencia de DGI y BPS, Pymes (emitido por el Ministerio de Industria, Energía y Minería, si corresponde) o en caso de no residentes, certificados equivalentes de su país de origen.
- Las Personas Jurídicas adicionalmente deberán presentar estados financieros acompañados con informe de compilación y acta de aprobación de balance, Memoria anual e informe del órgano de fiscalización.

Trimestral:

- Volumen de ventas del trimestre informado.
- Situación ante la DGI y el BPS o ante el organismo tributario correspondiente para el caso de no residentes.
- Evolución del negocio y la aplicación de fondos captados conteniendo, como mínimo, una comparación entre el proyecto de inversión originalmente propuesto en el prospecto y su grado de avance, justificando los desvíos detectados.

Adicionalmente deberán informar a la empresa administradora de PFC todo hecho o información esencial respecto a la sociedad, los valores ofrecidos, así como cualquier hecho relevante ocurrido en sus negocios o decisión de los órganos de administración y control que pudieran influir significativamente en las decisiones del inversor.

### **Valores emitidos**

La solicitud de inscripción de los valores de oferta pública se realizará ante la empresa administradora de la PFC, la cual será responsable de verificar y evaluar el cumplimiento de los requisitos aplicables.

Esta solicitud de inscripción deberá ser acompañada de información sobre las características de los valores, proyecto de prospecto (artículo 16.8 de la RNMV), garantías que otorgará el emisor (si existieren), acta de reunión del órgano social que dispuso la emisión y las condiciones (si corresponde), entre otras informaciones.

La reglamentación establece límites de emisión de valores a través de la PFC, en el cual los montos en circulación por emisor, en el conjunto de PFC, no podrán superar 10.000.000 UI.

No será obligatorio para los valores de oferta pública emitidos a través de PFC, una calificación de riesgo expedida por entidad autorizada por BCU.

## **Inversores**

La reglamentación definió el término “inversor pequeño” como aquel cuyos activos financieros sean inferiores a 1.000.000 UI, así como también estableció límites de inversión en valores emitidos a través de la PFC para esta categoría de inversor:

- La inversión por parte de un mismo inversor no podrá superar UI 40.000 por emisión ni UI 120.000 en valores emitidos en una misma PFC. Este límite no aplicará para aquellos casos en que la operación sea ejecutada a través de un intermediario de valores, acreditando este, que dicha operación es adecuada al perfil del inversor. La PFC admitirá que se supere ese límite, también para aquellos inversores que acrediten que cuentan con el asesoramiento de un asesor de inversión regulado por la SSF, debiendo presentar previamente la recomendación de ese asesor respecto al límite que considere adecuado a su perfil. No podrán invertir en valores representativos de capital, de deuda o títulos mixtos que incorporen derivados implícitos.

Aquellos inversores que acrediten por medio de declaración jurada que poseen activos financieros superiores a 1.000.000 UI, no serán categorizados como “inversor pequeño” y en consecuencia no será aplicable los límites de inversión mencionados en el párrafo anterior.

## 4.2 OTROS PAÍSES Y REGIONES

Respecto a la regulación de otros países se relevaron algunos marcos de referencia regulatorios como en Estados Unidos, uno de los pioneros en este modelo de financiamiento alternativo, España y la Unión Europea y, países de nuestra región, como Argentina y Brasil. En el Anexo II se detallan los aspectos claves de estas regulaciones.

En **Estados Unidos** en 2015 se aprobó la Ley “Jumpstart Our Business Startups, (JOBS Act)”, cuyo Título III es conocido como Ley de *Crowdfunding*<sup>3</sup>. Esta ley tiene como objetivo facilitar el acceso al financiamiento de empresas emergentes a través de la flexibilización de la regulación de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC). Se flexibiliza la regulación sobre informes, supervisión y publicidad para las empresas que intentan recaudar fondos para nuevos proyectos, no obstante, se establecieron restricciones para inversores, así como empresas emisoras.

La legislación en **España** articula el *crowdfunding* a través de la Ley 5/2015 de fomento a la financiación empresarial. La Ley modificó la Ley del Mercado de Valores<sup>4</sup> y definió el término Plataformas de Financiación Participativa (PFP) como aquellas empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores. En España, la encargada de supervisar y regular el funcionamiento de este tipo de entidades es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

---

<sup>3</sup> Regulation *Crowdfunding*: A Small Entity Compliance Guide for Issuers (SEC)

<sup>4</sup> Ley de Mercado del Valores (España)

El 7 de octubre de 2020 se publicó el Reglamento 2020/1503 del **Parlamento Europeo**, relativo a los proveedores europeos de plataformas de *Crowdfunding*, que entrará en vigencia a partir del 10 de noviembre de 2022. Permitiendo que las PFP operen en igualdad de condiciones en todo el mercado europeo<sup>5</sup>. Entre otras novedades, se destacan:

- El límite de financiación de los promotores se eleva a EUR 5 millones
- Los promotores deberán tener salvaguardas a través de recursos propios, pólizas de seguro o combinación de ambos por el mayor de: i) EUR 25.000; o ii) cuarta parte de los gastos fijos generales del ejercicio anterior.
- La reglamentación prohíbe que las PFP inviertan en los proyectos que gestionan en su plataforma, mientras que la normativa española sí lo permite.
- Se prevé la posibilidad de un tablón de anuncios por la PFP en la cual sus clientes muestren interés en la compraventa en secundario de los valores.

En **Argentina**, el *Crowdfunding* fue reglamentado mediante la Ley N° 27.349 de “Apoyo al Capital Emprendedor”. La Ley definió el término PFC estableciendo que las formas de participación de inversores en un proyecto de financiamiento colectivo serán a través de: i) Emisión de acciones de una sociedad anónima (S.A.) o sociedad por acciones simplificada (SAS); ii) Préstamos convertibles en acciones y; iii) Participación en fideicomisos. El organismo que regula la actividad es la Comisión Nacional de Valores (CNV) a través de la resolución N° 717 del 2018.

En **Brasil** la regulación del *Crowdfunding* financiero se encuentra contenido principalmente en la instrucción N° 588/2017 de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) y por la resolución N° 4656 del Banco Central del Brasil (BACEN). La CVM estableció que los valores de oferta pública emitidos por sociedades de menor tamaño (“sociedades empresarias de *pequenho* porte”), que podrán ser de capital o deuda (equity y lending) y, realizados exclusivamente a través de plataformas, serán exonerados de su registro ante la CVM. Por su parte el BACEN reguló las Plataformas Electrónicas de Financiamiento en particular para crédito y préstamos entre personas (*Crowdlending*).

---

<sup>5</sup> Artículo de la Fundación para la Investigación sobre el Derecho y la Empresa (Fide). (2021)

## 5. PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING INMOBILIARIO EN EL EXTERIOR

### Características

Para realizar la investigación se realizaron consultas en webs de organismos reguladores de algunos países y en motores de búsqueda de internet para identificar plataformas de *Crowdfunding* Inmobiliarias activas<sup>6</sup>.

En el caso de **Reino Unido**, segundo a nivel mundial en 2020 según CCAF Report, (2021), se encontró información sobre 79 plataformas de financiamiento colectivo, de las cuales 33 plataformas operan exclusivamente en el rubro inmobiliario y están activas a la fecha, fundadas entre 2005 y 2019.

En **España** el listado con las plataformas reguladas con número de registro aprobado, es público y está publicado en su web de la CNMV. De un total de 27 plataformas registradas, 14 operan exclusivamente en el rubro inmobiliario, las cuales fueron fundadas entre el año 2016 y el 2020.

En **Brasil**, en la web de la CVM se puede acceder al listado con las plataformas reguladas, en el cual se destaca la existencia de 56 plataformas con registro aprobado, y del relevamiento de las mismas realizado se observa que 4 de ellas operan exclusivamente en el rubro inmobiliario.

En **Argentina**, el listado con las plataformas reguladas no está publicado en la página web de la CNV. Realizado el relevamiento en motores de búsqueda web, se encontraron varias plataformas que ofrecen participación en proyectos bajo el lema de *crowdfunding*, pero realmente son fideicomisos. De un total de cuatro plataformas relevadas, tres se encuentran activas al momento y fueron fundadas entre 2016 y 2019. Operan en pesos argentinos y dólares americanos.

---

<sup>6</sup> Ver Anexo III características claves de las plataformas de financiamiento colectivo por país.

De acuerdo con la información recabada de las principales características de las plataformas de financiamiento colectivo inmobiliario que operan actualmente en los diferentes países relevados, se visualizan varios puntos en común, como diferencias en su operativa, las cuales se detallan a continuación en la Tabla 5.1 y darán un primer acercamiento a la modelización de la plataforma tipo para Uruguay, adaptada a la normativa nacional vigente.

**Tabla 5.1 – Comparativa de características clave de las plataformas de los países estudiados**

TIPOS DE INVERSIÓN	<p>Los préstamos ofrecidos por las plataformas de los diferentes países relevados son de dos tipos: capital y deuda. Hay variantes dentro del tipo capital, las plataformas se adecúan a la normativa de cada país, y a la estructura legal permitida para la emisión de acciones o participaciones. Se destaca también de acuerdo con el monto que la norma permita emitir, que las plataformas ofrecen productos diferenciados, como por ejemplo EEUU del tipo fondo diversificado de propiedades, que repercute positivamente en la reducción de riesgos.</p>
PLAZOS	<p>Oscilan entre 6 meses y 5 años, no se toma en cuenta algún caso aislado de mayor duración. El plazo va ligado al tipo de préstamo, siendo los de deuda los más cortos (generalmente no duran más de 24 meses) y los de capital los de mayor duración.</p>
TASA DE RETORNO	<p>La tasa también se encadena con el tipo de préstamo, los de deuda no sobrepasan el 10% anual, mientras que los de capital son los que ofrecen las mayores tasas.</p> <p>Casi el 100% de las plataformas en los diferentes países no aplican comisión a los inversores. La renta que estiman para cada proyecto es neta de comisiones.</p>
COMISIONES/TARIFAS	<p>Las plataformas sí aplican comisiones a los solicitantes de los fondos (desarrolladores), las mismas son por concepto de gestión y sobre beneficios y rondan para los casos que mencionan la cifra, entre 2% y 10% sobre beneficios.</p>
ORIGEN DE LOS INVERSORES	<p>Sólo España y Reino Unido aceptan inversores desde fuera de sus fronteras, el resto de los países relevados acotan sus inversores a residentes locales. En cuanto a los proyectos, solamente dos plataformas de Reino Unido ofrecen oportunidades en otros países.</p> <p>Diferencian a los inversores generalmente en dos tipos, acreditados y no acreditados, y algunas subdividen también dentro de esas dos categorías.</p>
INVERSORES Y MÍNIMOS Y MÁXIMOS DE INVERSIÓN	<p>Los montos mínimos son bajos para ambos tipos de inversor, y varían para cada proyecto.</p> <p>Para los montos máximos de inversión sí hay diferencias, ya que los inversores acreditados no tienen límite de inversión por proyecto ni por plataforma, mientras que los inversores no acreditados tienen límites tanto por proyecto como por plataformas.</p> <p>No detallan información sobre funcionamiento de mercado secundario dentro de las mismas, o de recompra de acciones.</p>
MERCADO SECUNDARIO	<p>En muy pocas plataformas, aparece indicado ese mercado secundario como justificación de la liquidez del activo.</p>



ACTIVOS  
INMOBILIARIOS  
OFRECIDOS

Los proyectos residenciales son los más desarrollados, tanto de vivienda unifamiliar, como de viviendas multifamiliares.

Las plataformas que ofrecen proyectos comerciales, de oficinas, hotelería e industrial son muy pocas.

En su gran mayoría los proyectos publicados provienen de promotores privados o inmobiliarias, que buscan financiamiento en las mismas, ya sea solicitando préstamo con cuota fija, o compartiendo los beneficios mediante la venta de acciones.

ORIGEN DE LOS  
PROYECTOS

Son escasas las plataformas que ofrecen desarrollos propios, y cuando lo hacen son del tipo emisión de participaciones y con alta tasa de retorno.

Fuente: elaboración propia en base a datos relevados mayo 2022

## 6. SITUACIÓN: MERCADO INMOBILIARIO Y ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO E INVERSIÓN EN URUGUAY

### 6.1. MERCADO DE CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIO

#### 6.1.1 Indicadores del mercado de construcción

En la siguiente tabla se muestra la evolución de los permisos de construcción otorgados por la Intendencia de Montevideo (IMM) durante el período comprendido entre los años 2016 y 2021.<sup>7</sup>

**Tabla 6.1 Cantidad de permisos de construcción otorgados por IMM (2016-2021)**

Año	Cant. Permisos	Superficie m2
2021	1039	604.118
2020	775	412.546
2019	1171	531.218
2018	1142	517.086
2017	1388	703.188
2016	943	466.199

Fuente: elaboración propia con datos INE

De acuerdo con esta información, en el año 2021 se otorgaron permisos de construcción por 604.118 m<sup>2</sup> lo que representó un aumento del 46% respecto a 2020, (los permisos incluyen reformas, reciclajes y obra nueva). Se supone que el aumento sea en parte debido a la recuperación económica, como por permisos otorgados con atraso respecto a la pandemia.

También hay que destacar que la cantidad de permisos en el año 2021 se encuentra aún por debajo de la media de permisos otorgados en la década previa, (1240 permisos anuales), pero la tendencia en cuanto a volumen de m<sup>2</sup> de construcción es al alza y supera los números pre pandemia.

<sup>7</sup> <https://www.ine.gub.uy/construccion>

**Tabla 6.2 Cantidad de permisos de construcción otorgados por IMM con destino vivienda (2016-2021)**

Año	Cant. Permisos	Superficie m2
2021	693	246.906
2020	495	171.819
2019	676	131.839
2018	629	147.752
2017	715	198.994
2016	508	85.826

Fuente: Elaboración propia con datos INE

Relativo a los permisos otorgados por la IMM en los últimos años destinados a Vivienda (principal destino financiado por las plataformas relevadas en el exterior), se verifica también el aumento en el 2021 de la cantidad de permisos respecto a los otorgados en el año 2020, como también la superficie a construir, verificando la reactivación económica y la tendencia al alza.

### Proyectos promovidos

La ley 18.795 promulgada el 17 de agosto del 2011 y reglamentada por el Decreto N° 355/011 del 6 de octubre del 2011, ha incentivado el mercado de la construcción de vivienda de interés social. En la siguiente tabla se analiza la evolución del total de viviendas promovidas (VP: cantidad de unidades de vivienda promovidas).

**Tabla 6.3 Total de viviendas promovidas y monto exonerado por año ANV Ley 18.795**

Año	Total VP	Monto exonerado (UI)
2021	5514	3.664.892.991
2020	2459	1.184.715.903
2019	1745	1.058.486.426
2018	1892	1.115.203.106
2017	2561	1.575.972.551
2016	1805	964.634.943
2015	1972	1.256.578.274
2014	2920	1.608.513.730
2013	2720	1.666.054.100
2012	2353	1.153.300.429

Fuente: Elaboración propia con datos ANV

De acuerdo al análisis que surge de la tabla anterior, se observa que en el año 2021 se presenta un incremento de más del doble de VP respecto a la media de la década, esto se explica en gran parte por las modificaciones a la ley del año 2020 (Decreto reglamentario N°129/2020)<sup>8</sup>. Entre los principales cambios, se permitió la construcción de monoambientes y la eliminación del tope a la cantidad de unidades de un dormitorio en este régimen.

### 6.1.2 Indicadores de precio del metro cuadrado de edificación

En la Tabla 6.4 se analiza la evolución del precio del metro cuadrado de construcción que incluye materiales, remuneraciones, depreciación de equipos, beneficios y gastos generales de la empresa constructora, IVA y leyes sociales. No incluye el valor del terreno, honorarios profesionales, costos de permisos de construcción ni comisiones inmobiliarias. En la evolución de la media de costos, se aprecia un incremento en pesos uruguayos que acompaña aproximadamente la evolución de la inflación.

**Tabla 6.4: Precio en pesos uruguayos del metro cuadrado de edificación**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1 Individual económica en planta baja	34.432	36.975	39.320	42.095	45.507	50.206
2 Individual económica duplex	35.951	38.647	41.351	44.280	47.742	52.451
3 Individual mediana	57.175	60.930	64.488	70.399	74.347	80.357
4 Individual suntuaria	68.162	71.692	76.033	83.436	89.954	97.310
5 Colectivas económicas en p.b. s/infraestr.	30.537	32.882	35.338	38.094	40.530	44.486
5a Idem 5 con infraestructura propia	42.551	45.867	49.213	53.085	56.463	61.999
6 Colec.econ.o med.PB y 3 s/asc.s/infraestr.	29.493	31.591	33.700	36.536	39.088	42.736
6a Idem 6 con infraestructura propia	33.017	35.253	37.565	40.770	43.677	47.778
7 Colec.econ.o medianas duplex s/infraestr.	35.939	38.587	40.901	44.385	47.112	51.162
7a Idem 7 con infraestructura propia	41.565	44.569	47.192	51.236	54.392	59.113
8 Torre económica con ascensor	28.352	30.402	31.909	34.402	37.214	41.069
9 Torre mediana con ascensor	28.601	30.301	31.751	34.618	37.499	41.255
10 Torre suntuaria con ascensor y calefac.	44.855	47.533	49.746	53.903	59.135	65.071
<b>Media</b>	<b>39.279</b>	<b>41.941</b>	<b>44.501</b>	<b>48.249</b>	<b>51.743</b>	<b>56.538</b>

Fuente: elaboración propia con datos INE

<sup>8</sup><https://www.anv.gub.uy/normativa-vigente#:~:text=El%2016%20de%20abril%20de,viviendas%20promovidas%20para%20inter%C3%A9s%20social.>

Considerando las cifras de permisos de construcción para Montevideo para el año 2021 (604.118 M2) y el costo de construcción estimado correspondiente (media de los valores de las tipologías que resulta en \$U 56.538 equivalente a USD 1.265<sup>9</sup>), se puede inferir que el mercado de financiación de proyectos de construcción en Montevideo para el año 2021 superó los **USD 764 millones**.

Esta estimación puede evidenciar parte del potencial mercado de financiación para las PFC. Cabe destacar que en la misma no se considera el mercado de reformas para mejoras internas sin modificación de plano, las cuales no requieren solicitud de permiso de construcción, ni tampoco proyectos ubicados en el resto del país y el exterior. En consecuencia, el mercado potencial para las PFC inmobiliarias es aún más amplio que la cifra estimada.

### 6.1.3 Indicadores de mercado de compra venta de inmuebles

Se analizan en este punto las transacciones de compraventa y promesas de compraventa. La información proviene de la Dirección General de Registros (DGR), publicada por el INE, desde el año 2017 al 2021<sup>10</sup> y se resume en la Tabla 6.5:

**Tabla 6.5 Cantidad de compraventas y promesas en Montevideo, Interior y Total**

Compraventas	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Total general</b>	44.612	41.969	36.977	35.352	44.147
<b>Montevideo</b>	15.831	15.387	13.952	12.297	14.540
<b>Interior</b>	28.781	26.582	23.025	23.055	29.607
<b>Promesas</b>					
<b>Total general</b>	12.835	12.388	10.689	10.671	13.236
<b>Montevideo</b>	4.647	4.248	3.734	3.457	4.063
<b>Interior</b>	8.188	8.140	6.955	7.214	9.173

Fuente: Elaboración propia con datos INE - DGR

En el año 2021 se realizaron un total de 44.147 compraventas en todo el país, lo que supone un crecimiento de más del 20% respecto al año anterior, y supera los niveles pre pandemia (años 2018 y 2019).

<sup>9</sup> Tipo de cambio publicado en el BCU al cierre del año 2021.

<sup>10</sup> [https://www3.ine.gub.uy/boletin/compraventa\\_2022.html](https://www3.ine.gub.uy/boletin/compraventa_2022.html)

Por otro lado, el INE publica la mediana de los valores por las transacciones de compraventa de los inmuebles (precio en dólares según cotización venta BROU del día de la transacción), en Montevideo, Interior y el total general, para los cuales se observa la evolución en el período citado en la Tabla 6.6 siguiente:

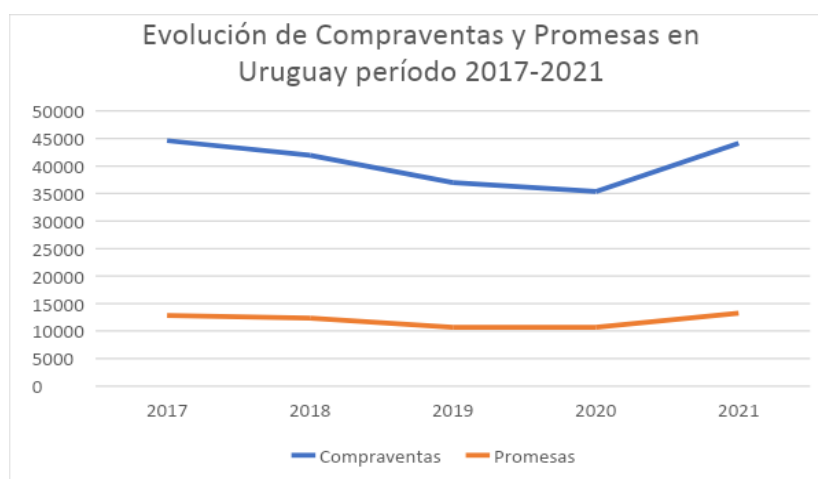
**Tabla 6.6 Evolución del monto total en USD de compraventas en el período 2017-2021 en Montevideo y total del país**

USD compraventas	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Total general</b>	2.414.360.546	2.421.950.549	2.091.681.040	1.766.191.812	2.619.366.593
<b>Montevideo</b>	1.373.033.184	1.367.232.401	1.287.842.848	1.070.993.893	1.424.006.403

Fuente: Elaboración propia con datos INE - DGR

La tendencia que se puede observar en el Gráfico 6.1 sobre las transacciones de compraventa y promesas, coincide con la relevada para el mercado de la construcción citada en el punto anterior. Hay una recuperación en el año 2021 volviendo a los números pre pandemia y al alza, tanto para el mercado de Montevideo como para el Interior.

**Gráfico 6.1 Evolución de cantidad de compraventas y promesas en Uruguay período 2017-2021**



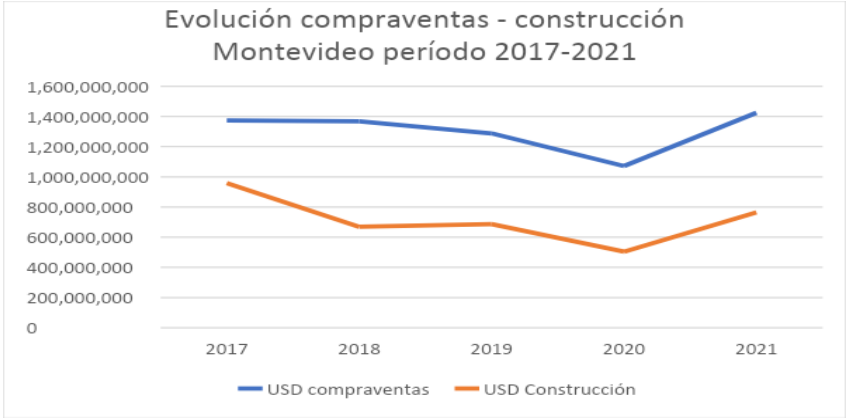
Fuente: Elaboración propia con datos INE - DGR

Los datos de transacciones no distinguen por destino de inmueble, por lo cual la representación es la dinámica total del mercado inmobiliario (vivienda, comercial, industrial, rural, etc.).

Como ejercicio y para concluir este punto, se comparan los datos relevados para el mercado de la construcción en el Departamento de Montevideo, con los datos obtenidos por las compraventas realizadas para dicho Departamento en el período 2017-2021.

Se visualiza en el Gráfico 6.2 la misma tendencia de recuperación en el mercado inmobiliario que, del mercado de construcción en Montevideo, incluso la pendiente es más pronunciada al alza en el primero. Esto supone una correlación y una sinergia entre ambos mercados (oferta y demanda) y verifica la sustentabilidad de los mismos en el período.

**Gráfico 6.2 Comparativa de la evolución del monto en USD por mercado de compraventas y construcción en Montevideo período 2017-2021**



Fuente: Elaboración propia con datos INE - DGR

## 6.2. ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EN EL SECTOR INMOBILIARIO

La siguiente descripción no es exhaustiva, sino que intenta recopilar las alternativas de financiamiento para proyectos inmobiliarios de los que calificarían para el mercado de la plataforma. La información se obtuvo básicamente a través de entrevistas con desarrolladores inmobiliarios, asesores de inversores inmobiliarios, corredores de bolsa, publicaciones de fideicomisos en empresas de construcción y en la BVM.

- Financiamiento con fondos propios y preventa

Según el promotor inmobiliario entrevistado<sup>11</sup>, (construcción de edificios de hasta 15 unidades), la mayoría de sus proyectos son financiados por socios inversores. En este caso el banco participa en la financiación del comprador final, pero no en el emprendimiento. En este modelo de negocio, el aporte inicial del inversor se realiza para la compra del lote. Luego se evalúan diferentes escenarios para definir los esquemas de aportes adicionales, que dependerá de los flujos provenientes de la preventa. El inicio de la obra se concreta cuando se llega a ciertos niveles de preventa, suficientes para asegurar la viabilidad económica del proyecto. En consecuencia, la financiación de este tipo de emprendimientos es una combinación de fondos propios (inversores) y de ventas (clientes).

A lo largo de los años lo que buscan los desarrolladores es lograr mejorar el flujo de ventas tempranas, para apalancar el emprendimiento, mejorando la tasa de retorno del inversor. El objetivo es no desembolsar la totalidad del costo, sino que, ir utilizando los fondos de la preventa para el financiamiento de la construcción.

En este tipo de financiamiento de proyectos, el inversor es accionista de la sociedad (generalmente se usan sociedades anónimas), compartiendo los riesgos del proyecto, característico de los instrumentos financieros de renta variable.

Estos proyectos tienen asociado cierto nivel de riesgos, ya que la construcción puede demorar dos o tres años, pero el ciclo del negocio puede demorar cinco o seis años: desde que se elige el lote hasta que se termina de escriturar la última unidad. Los riesgos pueden ser de diferentes tipos: variación del tipo de cambio, aumento de costos de construcción, mano de obra, conflictos laborales, pandemias, cambios en las normas legales, entre otros.

---

<sup>11</sup> Ver Anexo IV Entrevistas



- Financiamiento con instituciones financieras

Por otro lado, para los casos donde los proyectos de construcción recurren a financiamiento de instituciones financieras tradicionales, se estima que el financiamiento bancario alcanza hasta el 50% del proyecto, según informaron en entrevista, asesores en inversión inmobiliaria (Tasaciones y Enfoques de Valuación Inmobiliaria). En general para la cotización de tasas para préstamos, se toma como referencia la curva de rendimientos CUD/ITLUP/CUI<sup>12</sup>, dependiendo del plazo (años del proyecto a financiar), más el spread que el banco pretenda obtener.

- Financiamiento por fideicomisos financieros

Otro instrumento que opera en el mercado de valores, es el fideicomiso financiero. Se trata de un patrimonio autónomo, distinto de las partes, que no tiene personería jurídica, constituido mediante contrato entre las partes. Se crea a efectos de emitir valores que pueden ser de oferta pública o privada.

En el caso concreto de un fideicomiso financiero de inversiones y renta inmobiliaria, puede constituirse por la emisión de títulos mixtos, por ejemplo, con dicha inversión se compran edificios que generen renta, con dichas rentas generadas se repaga a los inversores, y al final del fideicomiso se venden los activos y se termina de repagar a los inversores.

Ejemplo de fideicomiso financiero inmobiliario que cotizan en el mercado de valores local son los administrados por Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. Estos Fideicomisos ofrecen soluciones de inversión inmobiliaria que comprenden dos productos, por un lado, convertirse en inversor comprando desde “medio metro cuadrado”, o respaldar el “capital en ladrillo”.

---

<sup>12</sup> Curvas de Rendimiento- BEVSA

Por su parte, genera una fuerte herramienta de comercialización para los desarrolladores inmobiliarios. Dichos productos dan la posibilidad de invertir en proyectos constructivos con aportes mensuales en pesos uruguayos, con una rentabilidad anual del 10% (ICC promedio del 2021 según INE), o una combinación de inversión y compra de inmueble. Siempre con el respaldo de la supervisión del BCU para este tipo de fideicomisos.

La modalidad de financiamiento de proyectos inmobiliarios a través de fideicomisos, para ser rentable, requiere un volumen de emisión por encima de los USD 10 millones dado que los costos de emisión y de cumplimiento de exigencias de información al regulador son importantes. En cambio, en una PFC, por reglamentación no podría financiar más de UI 10 millones en un proyecto, sin embargo los costos de emisión e información son significativamente menores a los de una emisión en bolsa de valores.

Por tanto, para el acceso de un promotor inmobiliario a financiamiento a través de una PFC, deberá evaluar previamente los requisitos de las anteriores formas de financiamiento y tasas versus la flexibilidad y comisiones que ofrezca dicha plataforma.

### **6.3 ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO DE VALORES URUGUAYO PARA INVERSORES MENORES**

En el presente sub capítulo, al igual que el anterior, no se brinda una descripción exhaustiva de la totalidad de opciones de inversión, sino que pretende dar una indicativa del mercado de valores uruguayo para dinamizar el ahorro privado de las familias, según información aportada en entrevistas, a corredores de bolsa del mercado retail e información de publicaciones web de administradoras de fondos de inversión reguladas por BCU.

Se puede afirmar, que en general los uruguayos cuentan con pocas opciones de inversión localmente y de fácil acceso. Se observa un problema en la industria financiera uruguayo a la hora de crear productos para invertir, sobre todo, por el proceso lento / complejo que implica la emisión pública.

Dado esto, muchas veces se termina recurriendo a la emisión privada, que tiene la restricción de la cantidad de inversores aceptados, que no pueden superar los 25, por tanto los montos de las emisiones son altos, lo que hace que no sea accesible para un inversor minorista y que tampoco calcen con las necesidades de liquidez que puede requerir dicho público.

La variedad de productos que se ofrecen en los bancos, por ejemplo, están acotados a plazos fijos en pesos y dólares, que con bajas tasas de interés lucen poco atractivos. Otras instituciones permiten invertir en letras de regulación monetaria (LRM) que emite BCU o colocaciones en unidades indexadas (UI).

Por su parte el BCU se ha trazado objetivos en pos de dinamizar el ahorro privado de las familias. Al respecto, en el año 2021 salieron las primeras autorizaciones de fondos de inversión en una institución financiera de plaza. Los fondos de inversión tienen un papel relevante para cumplir ese objetivo, canalizando el ahorro hacia un instrumento.

#### - Banco Itaú

Una de las primeras instituciones de intermediación financiera autorizada por la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU para la inscripción de fondos de inversión en régimen de oferta pública, fue el Banco Itaú.

Con los productos, (fondo de fondos gestionado por la firma Franklin Templeton con tres niveles: moderado, conservador y de crecimiento), ofrecidos a través de la web del propio banco, los clientes pueden invertir a partir de USD 1.000, construyendo previamente su portafolio de acuerdo a sus perfiles de riesgo y retorno. Se trata de instrumentos líquidos, para mediano y largo plazo (tres a cinco años), que ofrecen alternativas de ganancias superiores a los instrumentos tradicionales, (aunque con un riesgo mayor) y con liquidez diaria. En el último año, el retorno en dólares de ese fondo fue de 11,7% anual, de 9,6% en tres años y 7,2% en cinco años.

Itaú cobra una comisión de 1% + IVA del monto de la inversión en esos fondos y no hay otras tarifas por rescate o custodia de ese dinero. Otras tarifas que se cobran están entre 1% y 2% anual sobre el valor del fondo. Los fondos que se ofrecen son acumulativos, es decir, no hay distribución de dividendos, y su rescate no está alcanzado por IRPF.

#### - SURA

Sura como administradora de fondos de inversión y regulada por BCU, ofrece opciones de inversión en el mercado local e internacional de acuerdo a los perfiles inversores previamente definidos para los clientes. Cuenta con fondos en pesos uruguayos y en dólares, para un perfil de cliente conservador (poca o nula disposición a asumir riesgos) y fondos para un perfil de cliente con riesgo moderado (tolerancia media al riesgo).

Para un perfil conservador, por ejemplo, se pueden ofrecer fondos de tipo "protección" o fondo "dólar". Ambos con rentabilidad vista diaria de resultados, con flexibilidad para realizar los depósitos desde cuentas en casi todos los bancos de plaza, pensados para invertir en un plazo de doce meses o más aunque con la posibilidad de disponer del dinero cuando lo necesite el cliente. En el caso del fondo "protección", la liquidez es de 72 horas hábiles, invierte en títulos de alta calidad emitidos por el gobierno uruguayo, en moneda pesos. La rentabilidad medida en un periodo de 12 meses fue aproximadamente de 6.5% anual. Por su parte, el fondo "dolar" presenta liquidez en un máximo de cinco días hábiles desde la solicitud, invierte además de en títulos de alta calidad del Estado, en títulos de gobiernos extranjeros y de organizaciones tanto uruguayas como del exterior. La rentabilidad aproximada que brindó fue del 1% anual.

Por otro lado, para un perfil moderado se pueden ofrecer otro tipo de fondos como el fondo "futuro" o fondo "Sura Estrategia Internacional" en dólares. El primero se caracteriza principalmente por invertir en instrumentos de renta fija y variable del mercado local e internacional, en moneda pesos, con un histórico de rendimiento de 8% anual y el segundo en cartera altamente diversificada con una amplia gama de activos locales e internacionales: bonos soberanos, bonos corporativos, fondos

mutuos de renta fija/renta variable, ETFs de renta fija/renta variable (entre otros), con una rentabilidad de 6% anual.

- Nobilis

Como corredor de bolsa con más de 100 años en el mercado de capitales, ofrece innovación a través de herramientas tecnológicas para ofrecer una forma de invertir más sencilla a los clientes. Dependiendo del tipo de proyecto que tenga el cliente / inversor, ya sea la compra de vivienda propia, inversión en bienes raíces, planificar retiro, entre otros, Nobilis crea el portafolio de inversión personalizado adaptado a los objetivos y características del inversor, a través de una combinación de renta fija y renta variable e inversiones alternativas. Se busca el balance ideal entre riesgo y retorno, creándose previamente el perfil inversor de cada cliente. Cuenta con mínimos de inversión desde USD 5.000.

- Corredores de Bolsa

Según entrevistas de corredores de bolsa del mercado local<sup>13</sup>, reconocen que a la hora de crear productos en Uruguay, hay dificultades debido principalmente al proceso de emisión pública. Debido a esto, muchas veces se opta por la emisión privada, que tiene la figura de fideicomisos pero que tiene restricciones por los mínimos de emisión requeridos y cantidad acotada de inversores.

Sin embargo, el mercado de capitales para el uruguayo es global. Los inversores locales pueden invertir en fondos de inversión fuera del país. Incluso desde el lado de un promotor inmobiliario que busca financiamiento, puede recurrir a un fondo de inversión fuera del país, sin límites máximos para la cantidad de inversores, ni mínimos altos de inversión. Al promotor se le cobra un monto por el armado del fondo y luego un fee anual. Para el inversor se le ofrece un producto de *real estate* que se puede incorporar fácilmente en las cuentas que los mismos ya tienen creadas, y para el promotor uruguayo se le amplía el horizonte de inversores. Este tipo de producto no existe hoy en Uruguay, pero sí se podría ofrecer dentro de una PFC local.

---

<sup>13</sup> Ver Anexo IV Entrevistas

Si se considera un inversor uruguayo con USD 15 mil disponibles, puede optar en invertir en un bono del tesoro uruguayo, o podría contactarse con un corredor de bolsa para que se le abra una cuenta que le va a permitir invertir por ejemplo, en acciones de Apple, bonos de una compañía americana, comprar un ETF listado en la bolsa americana, un *Treasury* americano, un bono europeo en euros, un bono en libras, un fondo asiático que invierta en la bolsa de Shanghai, entre otros. No hay ninguna restricción para comprar, salvo que el activo tenga una cotización pública, esté regulado en algún mercado internacional.

Las comisiones básicas que se cobran al inversor por compra y venta de acciones rondan en 0.5% con un mínimo. No sería recomendable para un cliente *retail*. Para un cliente minorista se aconseja invertir en algún fondo de inversión que le otorgue una mayor diversificación. El costo del ticket de compra para un fondo se estima en el 1% de la inversión, normalmente un mínimo de USD 100 por ticket. Generalmente no se cobran custodias, ni tampoco costos de rescates, sí un *management fee*.

## 7. MODELO DE NEGOCIO

### 7.1 MODELO CANVAS

Para formular el modelo de negocio para la PCF inmobiliaria en Uruguay, se recurrió a seguir la metodología denominada “The Business Model Canvas” desarrollada por Alexander Osterwalder, que permite de forma gráfica la explicitación del modelo de negocio. Esta metodología se basa en definir nueve módulos básicos, analizando la interacción de los mismos para la contribución a la generación de valor del emprendimiento / negocio. Los mismos integran las cuatro áreas principales de un negocio: clientes, oferta, infraestructura y viabilidad económica.

Para una mejor interpretación de la herramienta, se podrían agrupar a los nueve módulos bajo las interrogantes:

- ¿Quién? (segmento de mercado, relaciones con los clientes, canales de distribución);
- ¿Qué? (propuesta de valor a ofrecer);
- ¿Cómo? (recursos claves, actividades claves, asociaciones claves) y
- ¿Cuánto? (estructura de ingresos, estructura de costos).

A continuación en la Tabla 7.1 se describen los módulos y posteriormente el desarrollo de los mismos.

**Tabla 7.1**

<p><b>8) Asociaciones Clave</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Desarrolladores de Software</li> <li>- Empresas de medio de pagos externos</li> <li>- Asesores Legales, financieros y fiscales</li> <li>- Valuadores activo subyacente</li> <li>- Canales de Difusión</li> </ul>	<p><b>7) Actividades Clave</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Asistencia en estructuración de emisiones, capacitación</li> <li>- Desarrollo y mantenimiento del Software de la PFC</li> <li>- Marketing Digital</li> <li>- Cumplimiento regulatorio</li> </ul>	<p><b>2) Propuesta de Valor</b></p> <p><i>Segmento 1:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Alternativa al financiamiento tradicional.</li> <li>- Otorgamiento de capital por dos estructuraciones.</li> <li>- Comunicación y marketing.</li> <li>- Velocidad en plazos de otorgamiento.</li> <li>- Respaldo de confianza al proyecto publicado.</li> <li>- Flexibilidad a proyectos diferentes programas.</li> </ul> <p><i>Segmento 2:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Rentabilidades atractivas.</li> <li>- Inversión con montos pequeños.</li> <li>- Diversificación del riesgo.</li> <li>- Mercado secundario (liquidez)</li> <li>- Confianza de análisis previo a proyectos.</li> <li>- Resultados de corto a mediano plazo.</li> <li>- Seguridad y transparencia.</li> </ul>	<p><b>4) Relación con Clientes</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Página Web con información general (preguntas frecuentes), publicación y promoción de proyectos.</li> <li>- Plataforma de acceso con registro, para autogestión de inversiones digitales/ carga de proyectos para estudio dentro de la Página Web.</li> <li>- Chatbot y asistencia en línea.</li> <li>- Videoconferencias de asesoría.</li> </ul>	<p><b>1) Segmentos de mercado</b></p> <p><i>Segmento 1:</i> Promotores inmobiliarios</p> <p><i>Segmento 2:</i> Inversores 2.1: Inversor pequeño (IP). 2.2: Resto de los inversores.</p>
<p><b>9) Estructura de Costos</b></p> <p><i>Fijos:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Salarios, arrendamiento, consumos</li> <li>- Desarrollo de software, licencias contratadas</li> <li>- Auditorias</li> <li>- Cumplimiento regulatorio</li> <li>- Marketing y publicidad</li> </ul> <p><i>Variables:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Costos financieros</li> <li>- Impuestos</li> </ul>		<p><b>5) Estructura de Ingresos</b></p> <p><i>Variables:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Comisiones por emisión</li> <li>- Servicio de capacitación, promoción y asistencia al emisor</li> <li>- Tarifas por retiros, inactividad</li> </ul>		

Fuente: Elaboración propia



## **1) Segmentos de mercado (Clientes)**

Los clientes de la plataforma se podrán dividir en dos segmentos, por un lado, los “Promotores” (Segmento 1) que solicitan el capital para financiar sus proyectos, y por otro lado los “Inversores” (Segmento 2) que buscan invertir en proyectos del tipo inmobiliario.

Según la regulación, los Promotores deberán ser empresas residentes o no residentes, cuyas ventas anuales no hayan superado el equivalente a UI 75 millones en los dos últimos ejercicios económicos. La emisión de valores a través de la PFC se debe instrumentar en títulos representativos de capital, de deuda o mixtos. Y los límites de emisión en circulación por Promotor en el total de las PFC, no podrán superar los UI 10 millones.

Respecto a los Inversores, la regulación indica que pueden ser personas físicas o jurídicas, residentes o no residentes. El segmento 2.1 se compone – según tipificación de la reglamentación - por el “inversor pequeño” (IP), los cuales tienen como característica, poseer activos financieros inferiores a UI 1 millón, y en consecuencia se le aplica restricciones de inversión, pudiendo invertir hasta UI 40.000 por proyecto o UI 120.000 en proyectos emitidos por una misma plataforma. En esta categoría también se incluye a los IP que realicen operaciones a través de intermediarios de valores o, cuenten con asesoramiento de un asesor de inversión regulado por la SSF, en estos casos se deberá acreditar que la operación es adecuada a su perfil y límite de inversión. En el segmento 2.2 se compone de todos aquellos inversores no incluidos en la categoría de IP, los cuales deberán acreditar a través de una declaración jurada, que cuentan con activos financieros superiores a 1.000.000 UI.

## 2) Propuesta de Valor

### Segmento 1: Promotores

La PFC es un instrumento financiero innovador. La plataforma de *crowdfunding* inmobiliario ofrece un método alternativo de financiación a los promotores que necesitan financiación para sus proyectos, y retornos atractivos con la seguridad de la inversión inmobiliaria (podría incluir garantía hipotecaria del bien) a los inversores, así como la transparencia y reglas claras debido a que está bajo la supervisión de la SSF (BCU).

Los promotores podrán elegir el instrumento financiero de emisión, que mejor se adecue a sus necesidades, los cuales podrían ser para financiar el total de la inversión o parte de la misma. La estructuración de la emisión se podrá realizar a través de: emisión de capital (*crowdequity*), emisión de deuda (tipo *crowdlending*) o emisión de títulos mixtos.

Para proyectos de emisión de capital, los desarrolladores tienen que conformar una S.A. (no aplica para las Sociedades por Acciones Simplificadas), de la que el promotor podrá emitir acciones de participación de capital cuyo valor contemple los requerimientos de la financiación requerida de la inversión inmobiliaria. Dicha sociedad aloja el Inmueble o proyecto inmobiliario objeto de inversión, y una vez finalizado el mismo se disuelve/liquida sus activos netos repartiendo los fondos a sus accionistas.

Para los proyectos de emisión de deuda, la contraprestación que recibe el inversor es un título de deuda según un contrato y obtiene como recompensa, intereses y la devolución del capital. Los inversores, mediante pequeñas aportaciones, consiguen que se lleve a cabo el proyecto y su inversión se les devuelve mediante un interés fijo pactado previamente (no se participa ni de las pérdidas ni de las ganancias del proyecto) o interés variable en función de una tasa de referencia (por ejemplo: la tasa libre de riesgos más un factor de riesgo). Para el tipo de estructuración de deuda, se recomienda ofrecer garantías desde el promotor para brindar mayor seguridad al inversor.

El costo que implicaría ejecutar una garantía por parte de los inversores debería contemplarse en el monto global de financiación de la emisión, que en caso de que no se utilice se devuelve al final, al emisor.

Algunos ejemplos de estructuraciones de los proyectos:

- Adquirir participaciones en los proyectos inmobiliarios, producto denominado generalmente, plusvalía, la ganancia se obtiene al final con la venta del inmueble. Con un plazo recomendado de 12 a 36 meses.
- Adquirir participaciones en los proyectos inmobiliarios de renta, con ingresos mensuales para el inversor provenientes del alquiler del inmueble y la plusvalía al final con la venta. En este caso se estiman plazos de 3 a 5 años.
- Renta variable, con interés fijo (vinculado a la inversión) o con interés variable (vinculado al éxito del proyecto).

Otro de los aspectos atractivos de la propuesta es que, una vez que los proyectos/emisiones pasan los requerimientos legales de viabilidad y son registrados, el paso siguiente será la publicación en la PFC, significa tener a disposición la tecnología innovadora para que permita llegar al mayor número de inversores para la captación de capital. Para el promotor la publicación de sus proyectos, significa respaldo de cumplimiento de la reglamentación, y si la ronda de levantamiento de capital es exitosa implicaría respaldo y confianza en el proyecto.

Los canales de difusión digital de la PFC podrán dar mayor alcance y visibilidad a los proyectos, lo que podrá traducirse en mayor velocidad en la captación de los fondos de financiación, así como también podrá facilitar la fase final de los mismos, por ejemplo: liquidación por venta de los inmuebles o arrendamiento y venta posterior, dependiendo de los objetivos de los proyectos.

Las emisiones a través de la PFC podrán financiar proyectos residenciales, así como cualquier otro proyecto inmobiliario del tipo: comercial, oficinas, hostelería, financiación de compra de suelos, construcción, reformas, etc; que tras los estudios de viabilidad, la plataforma considere buenas oportunidades de inversión.

Otra ventaja que otorga la reglamentación de las PFC es que, los proyectos financiados podrán ser nacionales o en el extranjero, así como también los inversores podrán ser residentes como no residentes, lo cual otorga mayor alcance en cuanto a mercado de los segmentos de clientes.

## **Segmento 2: Inversores**

Mediante la plataforma, las personas o entidades que quieran invertir en inmuebles, tras registrarse, completar su perfil y activar su cuenta, podrán acceder a las oportunidades de inversión publicadas, elegir cuáles y cuánto invertir. Los importes mínimos de inversión podrían variar según el proyecto, así como también sus rentabilidades.

Luego de registrado el inversor, deberá cargar su billetera electrónica en la PFC mediante transferencia bancaria, depósito en redes de cobranza o incluso tarjeta de crédito para disponer de saldo para invertir. La tecnología de la PFC facilita la comunicación entre los inversores y las oportunidades de inversión (proyectos), con un solo clic, se podrá invertir en un proyecto desde cualquier parte, desde cualquier dispositivo y con la mayor seguridad. Otro de los beneficios del modelo online y de la automatización es que, la transacción se realiza de forma rápida – en un solo clic - registrando la titularidad de la participación del inversor en el proyecto (se registra definitivamente, en la medida que la emisión se complete).

Cada inversor tiene la posibilidad de invertir en diferentes inmuebles, en el caso de inversores pequeños, los topes de inversión por proyecto, permiten una diversificación del riesgo de sus inversiones. También, invertir en inmuebles de diferentes ubicaciones, y plazos de inversión contribuye a la diversificación.

Es una de las principales ventajas competitivas del *crowdfunding* inmobiliario respecto de la inversión tradicional de inmuebles.

Otro aspecto a destacar del *crowdfunding* inmobiliario, es la posibilidad de inversión con montos relativamente bajos en instrumentos de oferta pública de origen nacional, en comparación con otros instrumentos ofrecidos en el mercado, cuyos activos subyacentes se radican en el exterior (por ejemplo: fondos de inversión, acciones o bonos que operan mercados bursátiles en el extranjero).

Respecto a la liquidez de la inversión, la regulación obliga a la plataforma a prever una sección específica dentro de la misma, para la negociación secundaria de los valores inscriptos. Esto se traduce en mayor liquidez que la inversión inmobiliaria tradicional.

Los proyectos, dependiendo de la estructuración de cada caso, pueden variar entre 12 a 36 meses, por lo que los resultados se verán en menor plazo que en la inversión inmobiliaria tradicional.

El perfil del inversor no requerirá ser de experto en este tipo de operaciones, la plataforma en su proceso de asistencia a los emisores podría sugerir la incorporación de informes de valuación independientes elaborados por expertos inmobiliarios y financieros respecto a la valuación y viabilidad de la inversión. Estos informes darán mayor transparencia, confianza al proyecto facilitando la toma de decisiones de los inversores. Por su parte, estos informes de valuación serán de utilidad para las transacciones que se realicen en el mercado secundario.

Si no se consigue el objetivo de recaudación del proyecto, una vez cumplido el plazo límite, se devolverán las sumas invertidas a los inversores por el mismo medio a través del cual se hizo el íntegro.

### 3) Canales de Distribución

El canal principal de comunicación y operación con los clientes será la web de la plataforma, que deberá ser transparente, confiable y segura para los usuarios. Los clientes también podrán acceder a la plataforma a través de una aplicación diseñada para dispositivos móviles “Smartphone” o tabletas. El acceso a la plataforma contará con una interfaz amigable y simple, de forma que los clientes puedan interactuar de una forma intuitiva, cómoda y ágil.

Las redes sociales propias de la plataforma (no pagas) serán un canal de difusión del negocio, marca, cómo funciona la plataforma, oportunidades de inversión, y otra información de interés para los usuarios: Twitter, Facebook, LinkedIn, Instagram, Youtube. Publicaciones de contenidos por fundadores o staff de la plataforma en grupos de redes de profesionales (LinkedIn) sobre temas relacionados, por ejemplo, al financiamiento inmobiliario, responder dudas de usuarios, demostrar autoridad o conocimiento sobre un asunto, ayudará en la captación de la atención de los usuarios o potenciales clientes de la plataforma.

Por otra parte, pueden realizarse anuncios (pagos) en redes sociales, en particular en aquellas donde se mueven los segmentos de clientes. Por ejemplo: Facebook Ads, Instagram ads, LinkedIn, o Red de Display de Google donde se puede mostrar anuncios para dar a conocer la plataforma a usuarios que potencialmente pudieran estar interesados, basado en la segmentación, hábitos, comportamiento, generando de esta forma tráfico hacia la plataforma. Será importante solicitar a los visitantes una dirección de contacto, con el propósito de segmentar aún más a los clientes objetivos, enviándoles información de interés más específica, para aumentar las chances de que finalmente operen en la plataforma.

Otra forma podrá ser a través de patrocinios pagados de artículos de prensa, entrevistas en radio o TV, contratación de *influencers* que destaquen la información publicada en las redes propias (por ejemplo: promotores inmobiliarios, asesores de inversión, periodistas).

Organizar charlas, eventos, conferencias presenciales u online, donde fundadores o staff participan como oradores o, contratando oradores expertos o referentes sobre algún tema de interés para los potenciales clientes. Este medio ayuda a aumentar la visibilidad de la plataforma, mejorando la red de contactos comerciales y generando oportunidades para expandir el negocio.

Utilización de canales de difusión de alianzas estratégicas, siempre que éstas no compitan con el negocio de la plataforma. Estas alianzas ayudan a dar mayor visibilidad al negocio y a validar el mismo, pueden ser pagos o no, dependerá del acuerdo que se llegue con la alianza.

#### **4) Relaciones con los clientes**

La Página Web contendrá toda la información necesaria sobre la plataforma, regulación sobre la actividad en Uruguay, así como también sección específica con consultas frecuentes, tanto para emisores como para inversores.

A la plataforma se accederá a través de la página Web o *App* y tendrá acceso diferenciado para promotores e inversores. En el caso de la atención a los inversores se minimiza la atención presencial, el registro de identidad y operaciones (depósito, inversión, pago entre otros) se realizarán a través de la plataforma, las consultas se podrán evacuar a través de *chatbots* en tiempo real, utilizando la atención presencial o videoconferencias para casos excepcionales (por ejemplo: debida diligencia para clientes específicos que exige la regulación).

Respecto a la asistencia a promotores, se cumplirá en base a reuniones híbridas, por videoconferencias, reuniones presenciales, *chatbot* en tiempo real, dependerá en cada caso de la complejidad y dimensión de los proyectos a financiar. Por su parte el registro y documentación acreditante de los promotores para su posterior registro en el mercado de valores se realiza priorizando el uso de la tecnología (por ejemplo: carga en la web de documentos firmados digitalmente) en la medida que permita la normativa en Uruguay.

Estas modalidades de comunicación y forma de interacción con los clientes, utilizando los beneficios de la tecnología, implicarán una reducción de costos que se traducirá en menores tarifas y comisiones.

Los usuarios serán autorizados una vez acrediten su identidad mediante la carga de documentación que se les solicitará digitalmente. Una vez acreditado en la plataforma, los promotores podrán cargar sus proyectos para el estudio de la viabilidad financiera, o seleccionar los proyectos y definir el monto a invertir para el caso de los inversores.

## **5) Estructura de Ingresos**

La principal fuente de ingresos será la comisión por emisión, que se cobrará al promotor de la inversión. Esta, se cobraría en caso de éxito de la ronda de financiación, es decir si se completa la financiación, y sería un porcentaje sobre el total. Según el análisis de las diversas PFC inmobiliarias, las comisiones rondaban desde un 2 al 10%. (Tabla 5.1).

En lo que refiere al servicio de asistencia en estructuración, y comisión por emisión se deberá encontrar un punto de equilibrio, es decir, aquel que no genere pérdidas para la plataforma, ya que por ejemplo los honorarios por emisión se calculan sobre el monto a financiar. En consecuencia, se deberán aplicar montos mínimos de ingresos por asistencia y mínimos de comisión por emisión, ya que los costos asociados al registro, transacciones y requerimientos de la PFC por la emisión, así como parte de los costos de asistencia de estructuración, son similares, independientemente del monto de la emisión.

Otro de los ingresos que cobrará la plataforma será por los servicios de capacitación y asistencia para la estructuración de la emisión. La plataforma contará con un staff de expertos (contadores, economistas, abogados, asesor en promoción de inversión inmobiliaria, asesores en marketing) que prestarán estos servicios.



El servicio de asistencia en estructuración ayudará al promotor diseñar la estructura óptima de la emisión que consiste en analizar las necesidades y expectativas de financiación, condiciones de financiamiento y características específicas de la emisión, así como también *feedback* sobre el aspectos del marketing para la campaña de ronda de financiación.

Adicionalmente, la plataforma cobrará algunas tarifas: i) por retiro anticipado de capital por los usuarios; ii) por inactividad de la cuenta, de usuarios que no inician sesión en sus cuentas durante un período definido (por ejemplo 1 año). Las tarifas serán deducidas del saldo de cuenta.

Finalmente, respecto a la posibilidad del cobro de comisiones por inversión, inicialmente se prevé el no cobro de la misma, de forma de incentivar a los inversores y facilitar el éxito de la ronda de financiación.

## **6) Recursos Claves**

Los recursos de infraestructura tecnológica y humanos son claves para este tipo de negocio.

En cuanto al desarrollo tecnológico, es decir el software para poder operar, el mismo podrá ser desarrollo propio o por asociación con alguna empresa de desarrollo de software. Aspectos tecnológicos a considerar para la plataforma; que soporte alta concurrencia de usuarios a la vez, dimensionamiento de servidores e infraestructura requerida, plataforma robusta, que maneje altos niveles de seguridad para que brinde confianza al cliente y posibilidad de ser escalable.

En cuanto a los recursos humanos para una PFC inmobiliaria, sería beneficioso contar con socios fundadores provenientes del negocio inmobiliario, para que aporten su *know how*, ya sea para el estudio de proyectos como para el asistencia en financiamiento inmobiliario. Como ya se mencionó en la estructura de ingresos, la plataforma deberá contar con un staff de expertos para dar soporte a todo el proceso de estructuración de la financiación al cliente promotor.

Además, será clave contar internamente con un área contable y de cumplimiento regulatorio, adicionalmente será necesario contar con asesoramiento legal y financiero, se propone para estos últimos generar alianzas con expertos en las materias.

## **7) Actividades Claves**

La PFC tiene que ser capaz de generar ganancia para todas las partes interesadas, promotor, inversor y el propio administrador de la plataforma, por esto será muy relevante el servicio de asistencia del capital profesional de la PFC al promotor, de manera incrementar las chances de éxito de la financiación del proyecto y en consecuencia poder facturar la comisión por emisión.

El mantenimiento del software de la plataforma es otra de las actividades clave relevantes, su mantenimiento y actualización debe ser constante ya que la tecnología avanza de forma rápida y exponencial en estos tiempos. Además, el staff de desarrolladores deberá considerar las tendencias, necesidades de los clientes para facilitar la operación y necesidades de información de los usuarios. El mantenimiento y la capacidad de procesamiento de las transacciones de la plataforma será clave para su funcionamiento ágil, adaptándose al aumento de la cantidad de usuarios y transacciones. A su vez en lo que respecta a confidencialidad y seguridad de los datos de las operaciones, se realizarán conexiones cifradas entre navegador y plataforma, y se dispondrá de servidores propios para garantizar integridad de la información y evitar fraudes.

La actividad de marketing digital es clave, ya que hay que dar a conocer la plataforma, los servicios que ofrece, capacitaciones, y principalmente los proyectos a financiar. Además, deberá generar intercambio con los clientes para entender sus necesidades.

En lo que respecta a cumplimiento regulatorio, deberá implantar un sistema integral para prevenirse de ser utilizada para lavado de activos y financiamiento al terrorismo y proliferación de armas, definir políticas y procedimientos de debida diligencia de clientes según categoría y operación realizada, para ello deberá implementar sistemas informáticos que además de ser eficientes para el ahorro de recursos, deberán ser eficaces en el cumplimiento de la regulación.

La PFC deberá cumplir con actividades relacionadas a agente registrante, representante y pagador. Deberá contar con sistemas de información que aseguren la exactitud de la titularidad de los inversores así como la integridad, exactitud y valuación de las inversiones. Como agente pagador, actividades relacionadas con la gestión de pago tanto para el promotor (por la financiación), como para el inversor (devolución del capital e intereses, o liquidación de la inversión). En caso de agente representante, consiste en actividades relacionadas a la protección de los derechos de los inversores y eventualmente gestiones de representación caso de incumplimiento de contrapartes.

Cumplir con los requerimientos de información al BCU, en cuanto a obligaciones de la PFC (balances auditados, informes de auditoría de lavado, entre otros), y de los requisitos que establece la regulación respecto a la protección de los derechos de los inversores. En lo que respecta a protección al inversor, debe proporcionar suficiente información sobre los derechos y obligaciones que asume al operar a través de ella, asimismo el inversor debe confirmar que esta información fue proporcionada de forma oportuna previo a la toma de decisión de invertir, también deberá enviar estados de cuenta de forma periódica, entre otros.

La PFC debe publicar la información del “Prospecto” exigido por la reglamentación que contempla un resumen de los términos y condiciones de la emisión, información del emisor, toda información relevante desde el punto de vista del inversor y anexos con documentación legal y financiera del emisor. Sin embargo, es importante que la PFC promueva la educación financiera de los inversores y usuarios, por ejemplo aspectos importantes a considerar en el análisis del prospecto:

- Tipología de la inversión (tipo de instrumento a emitir)
- Detalles del proyecto (ubicación, valor de mercado los activos subyacentes, características de la construcción, entre otros)
- Antecedentes del promotor, que demuestre su experiencia en la actividad
- Garantía del proyecto, si las hay.
- Datos de la oportunidad de inversión (tipo de instrumento, plan de pagos, rentabilidad estimada, plazos, inversión mínima)
- Analizar el “respaldo social”, es decir el apoyo de terceros/sponsors al proyecto o al promotor.
- Documentación legal que acompaña la oportunidad.

## **8) Asociaciones Claves**

En el ítem, Recursos Claves, cuando se menciona al software, se hace referencia a la posibilidad, que a diferencia de ser un desarrollo propio, se constituya una asociación con alguna empresa de desarrollo de software que cuente con este tipo de licencia, que ya sean expertos en esta materia.

La propia PFC podrá internalizar el servicio de pagos y debida diligencia a través de la automatización. Sin embargo, son actividades que pueden llegar a realizarse a través de asociaciones con empresas autorizadas que cuenten con el *expertise*, como ser verificar documentaciones, identificaciones de los inversores, promotores, entre otros, así como asociaciones con empresas de medios de pagos externos, agentes de recaudación, como medio alternativo a las transferencias bancarias, también podrían ser oportunas.

Se propone además contrataciones con asesorías legales y fiscales que serán claves para el análisis de documentación legal de promotores, confección de contratos, representación legal y cumplimiento regulatorio, también será requerido asesores financieros para analizar aspectos de estructuración de emisiones, posibles informes de valuaciones justas, ya que respecto al mercado secundario que exige la reglamentación, nada se menciona acerca de quién sería el responsable de la valuación de los instrumentos que se ofrezcan.

Sin embargo, la PFC generando asociaciones claves, podría proporcionar este *income*, cuidando de su imparcialidad, pero contribuyendo para que haya un valor independiente, que no solo implicaría divulgar el valor de la participación sino del inmueble en su conjunto.

Otras posibles alianzas estratégicas podrán ser con canales de difusión, que fue mencionado en el módulo de Canales de Distribución.

## **9) Estructura de Costos**

Los costos recurrentes más significativos de la plataforma serán los costos fijos, entre estos, los más relevantes son:

- Desarrollo y mantenimiento de la plataforma online. Representado por costos del personal de investigación y desarrollo de software, servicios contratados de alojamiento web confiable y escalable, registros, respaldos, pasarela de pagos entre otros.
- Remuneraciones del personal (excluida el personal de investigación y desarrollo de software), dependiente y profesionales independientes contratados. Estarán a cargo de diferentes actividades claves de la plataforma, como ser: servicios legales, administración y finanzas, marketing, cumplimiento normativo, servicio de atención online a clientes, soporte de TI interno.
- Contratación de auditores y asesores legales y fiscales. Corresponde a los servicios contratados de auditoría externa para la emisión de opinión de los estados financieros, informes de auditoría sobre el sistema de prevención de lavado de activos, financiamiento al terrorismo y proliferación de armas de destrucción masiva, servicios de asesoramiento impositivo, asesores legales externos.
- Marketing y publicidad. Contratación de anuncios publicitarios, organización de eventos entre otros canales de difusión.
- Arrendamiento de oficinas, equipos informáticos, licencias de software contable, entre otros.

Los costos variables dependen principalmente del incremento del volumen de transacciones de la plataforma. Los costos financieros e impuestos tendrán una correlación con el volumen de operaciones, mientras que otros como, personal adicional y otros servicios serán considerados en la medida que el crecimiento sea sostenido, y necesarios para dar continuidad a las operaciones de una forma eficaz, tales como:

- Gastos bancarios, comisiones de pasarela de cobranzas o redes de cobranza.
- Valuaciones independientes (negocio, inmuebles)
- Costos fiscales (principalmente Impuesto a la renta (25%), patrimonio (1.5%))
- Remuneraciones de empleados adicionales.

Deberá considerarse para el inicio de las actividades, la inversión inicial para el funcionamiento de la administradora de la plataforma y la propia plataforma tecnológica. Los principales componentes de la inversión inicial:

- Infraestructura tecnológica de la plataforma.
- Constitución de garantía requeridas por el BCU
- Gastos de constitución de la sociedad, inicio de actividades
- Honorarios legales de constitución, y obtención de licencia

## **7.2 RIESGOS ESPECÍFICOS DE LA PFC Y DE LOS INSTRUMENTOS TRANSADOS**

Para comprender el modelo de negocios, también es necesario comprender los principales riesgos de la PFC y, de los instrumentos y activos subyacentes que se transan en la misma. A continuación, se exponen los principales:

### 7.2.1 PFC

- **Riesgo operativo:** de que la plataforma deje de funcionar de forma temporaria o definitiva.
- **Riesgo de cumplimiento normativo.**
- **Riesgo de fraude y ataques cibernéticos.**
- **Riesgo de lavado de activos** y financiamiento de actividades ilícitas. El hecho de que la operativa se realice a través de internet puede favorecer la creación de perfiles falsos que faciliten el uso de la plataforma para el blanqueo de capitales o financiamiento de actividades ilícitas.

### 7.2.2 Inversores

El inversor debe considerar riesgos específicos que están relacionados al propio emisor así como también de los activos subyacentes negociados.

- **Riesgos de proyectos financiados a través emisión de deuda:** i) desvíos en los costos fijos asociados a la inversión e imprevistos de obra en la etapa de construcción, ii) retrasos en las ventas de unidades, y/o tener que vender por debajo del precio de venta proyectado.
- **Riesgo de incobrabilidad por parte de emisor/promotor** de inversión debido a una mala gestión por incompetencia o incapacidad para cumplir con las obligaciones, o incluso fraude. Este riesgo es aún mayor cuando no hay garantías, y si los conocimientos financieros y experiencia del inversor son escasos.
- **Fluctuación de los precios** de propiedades y alquileres.
- **Propiedades sin alquilar.** Cuando el subyacente son propiedades con destino a alquiler, es posible que haya periodos en que los mismos no puedan ser arrendados por periodos de tiempo. Esto significa que durante ese periodo no habrá ingresos por alquiler, gastos fijos de mantenimiento, lo que reducirá las ganancias. Será importante considerar la experiencia y reputación del emisor/promotor como administrador de este tipo de emprendimiento.

- **Inquilinos incobrables.** Puede suceder que los inquilinos incumplan con los pagos del alquiler, y esta situación se extienda en el tiempo, lo que implica un periodo sin generar ingresos. Además, es posible que se incurran en costos legales de desalojo lo cual reduciría aún más los resultados de la inversión.
- **Gastos de mantenimiento.** Los gastos de mantenimiento de las propiedades, con el paso del tiempo, el uso y el desgaste general, requerirán egresos de fondos para cubrir las reparaciones, remodelaciones y decoración. Estos gastos se transfieren a la inversión afectando el flujo de ganancias.
- **Falta de control sobre la inversión.** El emisor/promotor es quien controla el activo subyacente y no es posible influir en las decisiones de este. Es decir que si el inversor no ve satisfechos sus expectativas de ganancia, no tendrá otra alternativa que vender su inversión en un mercado secundario.
- **Liquidez.** En caso de que el inversor decida deshacer su inversión antes del plazo establecido en el prospecto de emisión, deberá hacerlo a través del mercado secundario, suponiendo que existan inversores interesados en comprar. En este sentido es posible que el precio transado no sea a su valor razonable, debido a un volumen escaso de compradores, lo cual podría implicar una penalización por venta anticipada.
- **Riesgos legales** relacionados a errores en los documentos legales de propiedad o cambios legislativos podrían generar dificultades y demoras que afecten la rentabilidad de la inversión.
- **Riesgos comerciales** debido a que la fuerza de marketing y ventas no consiga o se atrase en la venta/alquiler de los activos subyacentes.
- **Riesgos técnicos** debido a la viabilidad técnica de la construcción o el suelo.
- **Riesgos financieros** relacionados al presupuesto o quiebra del administrador o gestor del proyecto específico.
- **Riesgo de dilución.** En el caso de inversión en acciones, se debe considerar el riesgo de dilución, esto es, que el porcentaje de participación adquirida (acciones) por el inversor en el capital de la sociedad financiada disminuya como consecuencia de ampliaciones de capital posteriores, a las que el inversor decida no acudir, ya que su participación se reducirá de manera proporcional al número de nuevas participaciones creadas.



- **Riesgo de no recibir dividendos.** En el caso de inversión en acciones, no existe seguridad ninguna de que la sociedad financiada vaya a obtener beneficios ni de que, teniéndolos, la Asamblea de Accionistas apruebe su distribución, ya que los socios pueden adoptar, con el régimen de mayorías establecido en la ley 16.060, en sus estatutos sociales y, en su caso, en los acuerdos de accionistas existentes, el acuerdo de reinvertir esos importes en el negocio o de crear reservas legales, estatutarias o voluntarias.
- **Riesgo de no poder influir en la gestión de la sociedad.** La capacidad del inversor de influir en la gestión de la sociedad financiada vendrá fijada por su porcentaje de participación en la misma que, como hemos dicho, puede verse diluida en el futuro.

### 7.3. EVALUACIÓN DEL MODELO

Luego de presentado del modelo Canvas, se intenta llegar a una valuación aproximada de la propuesta de valor, mediante la metodología de descuentos de flujos de fondos futuros que generaría el modelo de negocio, considerando la inversión inicial requerida y los montos asignados a la estructura de ingresos y costos del capítulo anterior.

Cabe acotar que para la valoración de empresas de base tecnológica (EBT), dadas sus características de flexibilidad estratégica y ambigüedad<sup>14</sup>, hay otras herramientas que buscan dar una valoración más precisa, pero no es el foco de esta investigación. Dicho lo anterior, se expone en el cuadro 7.2 el resultado y flujos de fondos proyectados y su respectivo valor presente neto para un periodo de 8 años con una tasa de descuento de 13.76%.

---

<sup>14</sup> Milanesi, G. (2014). Empresas de base tecnológica y teoría de opciones reales: El modelo de los flujos fondos borrosos.

**Tabla 7.2**

	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028	Año 2029	Año 2030
<b>Objetivo de emisión anual</b>		<b>2.000.000</b>	<b>4.000.000</b>	<b>6.800.000</b>	<b>10.200.000</b>	<b>15.300.000</b>	<b>18.360.000</b>	<b>22.032.000</b>	<b>26.438.400</b>
<b>Proyección de ingresos</b>									
Ingresos por emisión (deuda / acciones)		140.000	280.000	476.000	714.000	1.071.000	1.285.200	1.542.240	1.850.688
Servicio de asistencia		2.600	5.200	8.840	13.260	19.890	23.868	28.642	34.370
Servicios de capacitación y asistencia		3.000	6.000	10.200	15.300	22.950	27.540	33.048	39.658
Comisión inversor		-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Ingresos</b>		<b>145.600</b>	<b>291.200</b>	<b>495.040</b>	<b>742.560</b>	<b>1.113.840</b>	<b>1.336.608</b>	<b>1.603.930</b>	<b>1.924.716</b>
<b>Proyección de costos operativos</b>									
Mantenimiento de la plataforma online		(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)
Remuneraciones del personal		(288.360)	(322.380)	(379.080)	(379.080)	(379.080)	(379.080)	(379.080)	(379.080)
Contratación de auditores y asesores legales y fiscales		(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)
Marketing y publicidad		(112.500)	(98.000)	(70.000)	(40.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)
Arrendamiento oficinas, equipos, licencias software ERP		(20.491)	(20.491)	(20.491)	(20.491)	(20.491)	(20.491)	(20.491)	(20.491)
Otros gastos operativos		(7.000)	(14.000)	(23.800)	(35.700)	(53.550)	(64.260)	(77.112)	(92.534)
<b>Total Costos Operativos</b>		<b>(478.351)</b>	<b>(504.871)</b>	<b>(543.371)</b>	<b>(525.271)</b>	<b>(533.121)</b>	<b>(543.831)</b>	<b>(556.683)</b>	<b>(572.105)</b>
<b>EBITDA</b>		<b>(332.751)</b>	<b>(213.671)</b>	<b>(48.331)</b>	<b>217.289</b>	<b>580.719</b>	<b>792.777</b>	<b>1.047.247</b>	<b>1.352.610</b>
- Amortizaciones		(3.000)	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(3.000)	(3.000)
<b>EBIT</b>		<b>(335.751)</b>	<b>(216.671)</b>	<b>(51.331)</b>	<b>214.289</b>	<b>577.719</b>	<b>789.777</b>	<b>1.044.247</b>	<b>1.349.610</b>
IRAE 25%		(83.938)	(54.168)	(12.833)	53.572	144.430	197.444	261.062	337.403
+Amortizaciones		3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
<b>Resultado Neto</b>		<b>(332.751)</b>	<b>(213.671)</b>	<b>(48.331)</b>	<b>163.717</b>	<b>436.289</b>	<b>595.333</b>	<b>786.185</b>	<b>1.015.208</b>
<b>Inversión inicial</b>	<b>(159.950)</b>								
<b>Flujo de fondos libres constantes</b>	<b>(159.950)</b>	<b>(332.751)</b>	<b>(213.671)</b>	<b>(48.331)</b>	<b>163.717</b>	<b>436.289</b>	<b>595.333</b>	<b>786.185</b>	<b>1.015.208</b>
Inflación USD		2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%
<b>Flujo de fondos libres corrientes</b>	<b>(159.950)</b>	<b>(341.397)</b>	<b>(224.919)</b>	<b>(52.197)</b>	<b>181.408</b>	<b>495.995</b>	<b>694.390</b>	<b>940.825</b>	<b>1.246.463</b>

Fuente: Elaboración propia

La moneda de presentación de los flujos es en dólares constantes. Se hace el supuesto de constancia de precios relativos, ya que es difícil estimar la inflación de los distintos componentes del flujo. A largo plazo se supone que dichos precios tienden a una correlación de uno. Una vez obtenidos los flujos de fondos libres constantes, se indexan por la tasa promedio de inflación de EEUU<sup>15</sup> de los últimos 10 años, obteniendo los flujos corrientes para ser consistentes con la tasa de descuento nominal. Para la proyección de ingresos se tomó como objetivo para el primer año, USD 2 millones, con un crecimiento fuerte para el segundo año del 100%, disminuyendo en los siguientes años, manteniendo a partir del año 6 un crecimiento del 20% anual (crecimiento promedio modelos de *equity* en ALC capítulo 3.2).

Por otra parte, si se toma como referencia además, el monto de proyectos constructivos sólo de Montevideo, USD 764.193.388 (capítulo 6.1), considerando que el 1% de los mismos utilizarían esta herramienta de financiamiento, se estaría dentro del objetivo de emisiones / financiamiento del primer año del modelo de negocio.

La cantidad de inversores, dependerá de si son pequeños inversores o inversores que no tienen límite. Si se supone, que para el primer año con una emisión de USD 2 millones y que los inversores fueran minoritarios (tope reglamentación: UI 120 mil en valores emitidos en una misma plataforma), se necesitaría un mínimo aproximado de 140 inversores.

Se toma el año 2022 como el “Año 0”. La inversión inicial se estima en USD 159.950 y se agrega a la misma las proyecciones de gastos del primer año de forma de cubrir necesidades de capital inicial, totalizando USD 638.301.

---

<sup>15</sup> Inflación promedio junio 2013 - junio 2022

<https://www.global-rates.com/es/estadisticas-economicas/inflacion/indice-de-precios-al-consumo/ipc/estados-unidos.aspx>

En la inversión inicial están incluidos, los costos regulatorios y de desarrollo de software, como los de mayor importancia, y que son los que han mostrado mayor incertidumbre o preocupación a lo largo de la investigación.

Para calcular el valor actual del negocio, se descuenta a los flujos de fondos libre corrientes, a la tasa costo de capital medio ponderado para la empresa, (WACC)<sup>16</sup>. Dado que es una empresa de tipo *startup* en su fase inicial, es difícil que pueda endeudarse con fondos de terceros en los primeros años, por tanto la tasa corresponderá únicamente al costo de los fondos propios (Ke).

Por otra parte, para el cálculo de dicha tasa, uno de los elementos a considerar, es un sector de empresas de similares características que cotice en el mercado de valores. Se consideró, al tratarse de una PFC de tipo inmobiliario, el promedio de las betas *unlevered* de los sectores inmobiliarios de Damodaran, como base de cálculo del Ke. Dado este supuesto, para el cálculo de la tasa de descuento, se obtiene, un beta *unlevered*, de 0,62%<sup>17</sup>, el rendimiento de los bonos del tesoro de EEUU a 10 años, 2,92%<sup>18</sup>, una prima de riesgo de mercado de 6,71%<sup>19</sup> según promedio de historical returns by Damodaran, una prima de riesgo país de 1,70%<sup>20</sup> y un premio por liquidez por tratarse de una *startup* del 5%. En base a dichos parámetros se llega a una tasa de descuento del 13,76%.

No se consideró el cálculo de un valor residual dadas las características innovadoras de la empresa que hacen difícil estimar su evolución en el largo plazo.

---

<sup>16</sup> Weighted Average Cost of Capital

<sup>17</sup> <https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>

<sup>18</sup> <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us> (15/07/2022)

<sup>19</sup> Download as an excel file instead:

<https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

<sup>20</sup> <https://www.puentenet.com/cotizaciones/riesgo-pais> (15/07/2022)

**Tabla 7.3**

	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028	Año 2029	Año 2030
<b>Flujo de fondos libre corrientes</b>		(341.397)	(224.919)	(52.197)	181.408	495.995	694.390	940.825	1.246.463
<b>Valor Presente</b>	1.005.812								
<b>Inversión Inicial</b>	(159.950)								
<b>Capital trabajo</b>	(478.351)								
<b>Valor Presente Neto</b>	367.512								
<b>Tasa de descuento</b>	13,76%								

Con los supuestos descritos anteriormente, el negocio de la PFC arroja un valor presente de USD 1.005.812 positivo y un valor presente neto de USD 367.512.

Esta es una primera aproximación a una indicativa de valuación del modelo para las premisas consideradas. Es recomendable realizar análisis de sensibilidad con diferentes escenarios, incluso con una tasa de descuento mayor por ser un negocio nuevo que no tiene empresas de comparación en el Uruguay.

## CONCLUSIONES

El mercado del financiamiento alternativo a través del modelo de *crowdfunding*, a nivel mundial, sigue en proceso de crecimiento y consolidación, así como también como medio de canalización de inversión minorista. Esta observación se evidencia a través de las cifras que surgen de investigaciones realizadas por organizaciones referentes a nivel mundial. En la actualidad en Uruguay hay una normativa aprobada para esta modalidad de financiamiento, pero aún no hay plataformas de *crowdfunding* operando. El objetivo de este trabajo fue identificar argumentos que evidencien si las PFC inmobiliarias en Uruguay pueden representar una alternativa de financiamiento para los promotores inmobiliarios, oportunidad de inversión para el público en general y un negocio rentable para los administradores de PFC Inmobiliarias. Luego del desarrollo de la investigación, han surgido una serie de conclusiones, que se exponen a continuación:

### **Alternativa de financiamiento para promotores inmobiliarios**

Actualmente gran parte de proyectos inmobiliarios de mediana dimensión son financiados generalmente a través de contactos o círculos de inversores, preventa a clientes y, complementariamente con bancos. Sin embargo los pequeños promotores o emprendedores que tienen dificultades de acceder a estas fuentes de financiamiento se encuentran con limitaciones en desarrollar sus proyectos. Las PFC inmobiliarias podrán ser una herramienta muy útil para conectar a promotores con esas limitaciones, e inversores dispuestos a financiar sus proyectos.

Los emisores de valores a través de las PFC tienen menores exigencias de información en comparación de aquellos que emiten a través de la BVM. Esto resultará en menores costos de financiamiento, permitiendo también que las emisiones puedan ser por montos más reducidos.

Otro de los beneficios de esta modalidad de financiamiento es que, permite diversas formas de estructuración de la emisión, donde el promotor podrá elegir la que mejor se adapte a sus necesidades. Puede emitir capital, compartiendo riesgos y beneficios del proyecto, emitir títulos de deuda asegurando una rentabilidad de tasa variable o fija a los inversores, o emitir títulos mixtos. Algunos ejemplos de estas estructuraciones se citan en el capítulo 7.

El costo de financiamiento es uno de los factores más relevantes para evaluar un proyecto. Según el análisis comparativo de costos de emisión de deuda, en plataformas de otros países, no parece ser una opción muy competitiva con las tasas de interés para préstamos del sistema financiero, en un contexto de tasas relativamente bajas en los últimos tiempos. No obstante, para evaluar su conveniencia, no alcanza con comparar costos, sino también se deberá considerar otras condiciones de financiamiento (plazos, garantías, *covenants*) que operan como barreras de acceso al financiamiento para pequeños emprendedores. En consecuencia, un mayor costo, no descarta este medio como alternativa de financiamiento.

El uso de la tecnología de las PFC permitiría un amplio alcance y difusión (local e internacional) de los proyectos, resultando en mayor velocidad de obtención de los fondos por el promotor. Además, el alcance de la publicidad digital ayudará en la obtención de ingresos del proyecto (por ejemplo arrendamiento y/o venta del inmueble).

Si bien el uso de las PFC tiene ventajas, hay otros aspectos que pueden dificultar su implementación. La normativa establece algunas restricciones tales como, acceso a empresas que tengan niveles de facturación anual por encima de un tope, límites a los montos de emisión en el conjunto de PFC, y emisiones de acciones de las SAS. A pesar de estas limitaciones, se puede afirmar que para proyectos inmobiliarios de mediana y pequeña dimensión las PFC representan una herramienta ágil, sencilla y confiable de obtención de capital. No obstante, para aquellos proyectos de mayor dimensión, podrá utilizarse como complemento de fondeo, mientras la normativa legal no cambie esas condiciones.

## **Oportunidad de inversión inmobiliaria para el público en general**

El mercado de inversión inmobiliaria tradicional plantea barreras de entrada, ya que se requiere importantes sumas de dinero y redes de contactos. Una PFC inmobiliaria podría ser un medio de acceso a pequeños inversores que deseen invertir en proyectos inmobiliarios con pequeñas sumas de dinero. Esta innovación supondría democratizar el mercado inmobiliario.

Los diferentes tipos y estructuras de proyectos ya mencionados, representan diversas opciones de inversión, por ejemplo: plazos de retorno, rentas periódicas fijas o variables, o resultados al finalizar el proyecto, entre otras.

En la medida que sea posible realizar inversiones en pequeñas cantidades, en diferentes proyectos, ubicaciones y promotores, posibilitará una mayor diversificación del riesgo. Además, los beneficios de la tecnología de las PFC permitirán a los inversores registrarse e invertir con sencillez y rapidez.

Otro aspecto importante será la liquidez de la inversión inmobiliaria en una PFC, a través del mercado secundario previsto en la reglamentación. Si bien no serían instrumentos con liquidez comparable a aquellos que cotizan en mercados bursátiles internacionales, seguramente sean más líquidos que una inversión inmobiliaria tradicional en Uruguay.

La reglamentación de las PFC es otro aspecto importante, ya que brinda transparencia y protección a los inversores a través de los requisitos de divulgación de información, a diferencia de otras alternativas de inversión minoristas que no son de oferta pública en Uruguay (por ejemplo: rentas de negocios en ganadería o algunos fideicomisos inmobiliarios).

Esta alternativa de inversión también presenta incertidumbres y riesgos, inherentes a las plataformas tecnológicas. Sin embargo, estos aspectos no deberían ser impedimentos en su desarrollo y crecimiento.



## **Negocio rentable para el administrador de una PFC inmobiliaria**

Primeramente, reconocer el avance que ha habido en materia de regulación en Uruguay respecto a empresas administradoras de PFC. Investigaciones citadas en este trabajo, han mostrado una correlación positiva entre crecimiento del volumen de operaciones de financiamiento alternativo y el avance en los marcos regulatorios enfocados en estas actividades.

La ventaja de obtener una licencia de PFC posibilita el desarrollo del mercado de capitales, facilitando productos financieros locales para el pequeño inversor. Como ya se mencionó, las PFC constituyen un complemento en el mercado de valores, sin ser consideradas como competencia.

Los emisores podrán ser tanto empresas residentes como no residentes. Es una ventaja dada la escala del mercado uruguayo, a diferencia de la normativa en otros países donde se restringe a proyectos o empresas locales.

Respecto a la normativa vigente para el administrador de la PFC, según entrevista a posibles emprendedores, mencionan la necesidad de modificaciones a la ley y reglamentación, que podrían facilitar el surgimiento y desarrollo de las mismas:

- Que la emisión de oferta pública de capital no esté restringida solo a SA, debería ampliarse también a las SAS.
- Exoneraciones fiscales: exonerar de IVA al administrador de la plataforma, exonerar de IRPF a los inversores.
- Limitaciones monetarias para hacer la emisión tal como se mencionó anteriormente.
- Restricciones al objeto de actividad de las administradoras de PFC, por ejemplo que estas no pueden invertir en las emisiones que se realicen en la propia PFC, lo cual es permitido en otros países ya que genera y le da mayor credibilidad al proyecto y ayuda a la toma de decisión de inversores.

En cuanto a la determinación de la valuación del modelo de negocio, tal como se desarrolló en el capítulo 7.2, se obtuvo preliminarmente un valor presente neto positivo que indicaría su viabilidad.

Esta valuación, parte de la premisa de un potencial mercado de proyectos constructivos en Uruguay y, por otra parte un nivel de crecimiento esperado del uso del modelo *crowdfunding* inmobiliario similar al experimentado a nivel internacional. En lo que respecta a la estructura de costos, se puso énfasis en aquellos relacionados al mantenimiento de la plataforma tecnológica, marketing, estructura de cumplimiento normativo, RRHH y costos de constitución, considerados más relevantes en modelo de negocio.

Del desarrollo de la investigación y sus principales conclusiones, surgen indicios que permiten afirmar que las PFC Inmobiliarias en el Uruguay traería beneficios para todos los actores involucrados según las premisas planteadas. Además, el fomento en educación y formación en finanzas alternativas, acompañado de una regulación adecuada y flexible, puede traducirse en mayores volúmenes de financiamiento.

## BIBLIOGRAFÍA

### Informes y trabajos académicos

- Ramos J., (2019). Financiación Participativa (*Crowdfunding*) en URUGUAY. Manuscrito en preparación.
- Melhem, D. C. (2014). El *crowdfunding* y sus múltiples formas. *Austral Comunicación*, 3(1), 186.
- García Gallegos, D. (2019). *Crowdfunding*, transformación digital financiera y jurídica en México. *Revista chilena de derecho y tecnología*, 8(2), 139-155. <https://rchdt.uchile.cl/index.php/RCHDT/article/view/52179>
- BBVA Research, (2014). *Crowdfunding* en 360º: alternativa de financiación en la era digital. Economic Outlook. Recuperado de: <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/10/Observatorio-crowdfunding-vf.pdf>
- Tania Ziegler, Rotem Shneor, and Bryan Zheng Zhang (2020). The Global Status of the *Crowdfunding* Industry. Recuperado de: [https://www.researchgate.net/publication/343591907\\_The\\_Global\\_Status\\_of\\_the\\_Crowdfunding\\_Industry](https://www.researchgate.net/publication/343591907_The_Global_Status_of_the_Crowdfunding_Industry)
- Rotem Shneor - Liang Zhao - Bjørn-Tore Flåten. *Advances in Crowdfunding Research and Practice: Research and Practice*. <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-030-46309-0.pdf>
- Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF). Report, (2021). The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. Recuperado de: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>
- Banco Interamericano de Desarrollo, Finnovista, BID Invest, (2022). Fintech en América Latina y el Caribe. Recuperado de: <https://publications.iadb.org/es/fintech-en-america-latina-y-el-caribe-un-ecosistema-consolidado-para-la-recuperacion>
- Banco Interamericano de Desarrollo, Finnovista (2018). Sandbox Regulatorio en América Latina y el Caribe para el ecosistema FinTech y el sistema financiero. Recuperado de:

- <https://publications.iadb.org/es/publicacion/17483/sandbox-regulatorio-en-america-latina-el-caribe-para-el-ecosistema-fintech-y-el>
- Llorente & Cuenta. Informe Especial, “Matchmaking: el surgimiento de la economía colaborativa”. Recuperado de [https://ideas.llorenteycuenta.com/wp-content/uploads/sites/5/2016/03/160315\\_DI\\_informe\\_economia\\_colaborativa\\_ESP1.pdf](https://ideas.llorenteycuenta.com/wp-content/uploads/sites/5/2016/03/160315_DI_informe_economia_colaborativa_ESP1.pdf)
  - Fundación para la Investigación sobre el Derecho y la Empresa (Fide) (2021). <https://thinkfide.com/nueva-normativa-de-crowdfunding-caracteristicas-y-analisis-comparado/>
  - Bolsa de Comercio de Rosario (2018). Informe recuperado de: <https://www.bcr.com.ar/es/print/pdf/node/72523>
  - Agencia Nacional de Vivienda. Informes sobre el Mercado Inmobiliario. Recuperado de: <https://www.anv.gub.uy/informes-sobre-el-mercado-inmobiliario>
  - Cámara de la Construcción del Uruguay. Informes sobre actividad económica y sectorial. Recuperado de: [http://ccu.com.uy/site/?page\\_id=16165](http://ccu.com.uy/site/?page_id=16165)
  - Instituto Nacional de Estadística. Informes sobre indicadores de Actividad y Precios del Sector inmobiliario. Recuperado de: <https://www.ine.gub.uy/web/quest/sector-inmobiliario>

### **Artículos de Prensa**

- <https://www.elpais.com.uy/el-empresario/uruguayos-invierten-us-inmuebles-ee-uu-forma-online.html>
- <https://www.elobservador.com.uy/nota/los-pequenos-apartamentos-son-la-estrella-del-mercado-inmobiliario--202242114349>
- <https://elpais.com/economia/2021-05-15/crowdfunding-inmobiliario-un-monopoly-real-donde-conviene-saber-las-reglas.html>
- <https://www.ambito.com/negocios/real-estate/diez-rentables-invertir-n5324089>

- <https://www.elobservador.com.uy/nota/banco-lanzo-fondos-de-inversion-para-ahorro-desde-us-1-000-como-funcionan-y-que-buscan--2021111718560>
- <https://www.elobservador.com.uy/nota/la-industria-de-la-construccion-cerro-el-2021con-la-mayor-ocupacion-en-seis-anos-202232519528>

## Sitios Web

- <https://www.bnamericas.com/es/analisis/radiografia-a-crowdfunding-y-regulacion-fintech-en-latinoamericaht>
- [Crowdfunding o micromecenazgo: ¿qué es y cómo lo puedo utilizar? \(iebschool.com\)](https://iebschool.com)
- <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspxhttps://www.finra.org/about/firms-we-regulate/funding-portals-we-regulate>
- <https://sistemas.cvm.gov.br/?CadGeral>
- <https://www.argentina.gob.ar/economia/inclusion-financiera/necesitas-financiamiento/sistema-de-financiamiento-colectivo>
- <https://thecrowdspace.com/>
- [https://brickfy.com/?utm\\_source=brickfunding](https://brickfy.com/?utm_source=brickfunding)
- <https://urbanitae.com/>
- <https://www.housers.com/es/>
- <https://www.wecity.io/es/>
- <https://www.simplestate.com.ar/>
- <https://sumarinversion.com.ar/>
- <https://www.crowdium.com.ar/>
- <https://www.urbe.me/>
- <https://inco.vc/>
- <https://www.glebbba.com.br/>
- <https://buildinvest.com.br/>
- <https://fundrise.com/>
- <https://www.peerstreet.com/>
- <https://www.crowdstreet.com/>

- <https://www.realtymogul.com/>
- <https://cadre.com/>
- <https://streitwise.com/>
- <https://smallchange.co/>
- <https://www.1031crowdfunding.com/home-test>
- <https://www.bricksave.com/es/>
- <https://www.zopa.com/loans/home-improvement>
- <https://www.lendinvest.com/>
- <https://www.shojin.co.uk/>
- <https://www.britishpearl.com/>
- <http://crowdahouse.com/>
- <https://www.proplend.com/>
- <https://landlordinvest.com/>
- <https://www.italu.com.uy>
- <https://inversiones.sura.com.uy/>
- <https://nobilis.com.uy/>
- <https://pilayuruquay.com.uy/>
- <https://www.ine.gub.uy/construccion>
- <https://www.ine.gub.uy/actividad-inmobiliaria>
- <https://www.anv.gub.uy/informacion-e-imagenes-de-proyectos-promovidos>

## **Leyes, Decretos y resoluciones**

- Uruguay (2019). Ley N° 19820, Normas para el fomento del emprendedurismo. Recuperado de: <https://www.impo.com.uy/bases/leyes-originales/19820-2019>
- Uruguay (2020) Recopilación de Normas del Mercado de Valores. Banco Central del Uruguay. Recuperado de [https://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Normativa/Paginas/Reordenamiento\\_Merval.aspx](https://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Normativa/Paginas/Reordenamiento_Merval.aspx)
- Uruguay (2011). Ley N° 18795 de Mejora de las Condiciones de Acceso a la Vivienda. Recuperado de: <https://www.anv.gub.uy/normativa-vigente>
- Estados Unidos (2016). US. Securities and Exchange Commissions (SEC). Recuperado de: <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>

- España (2015). Ley del Mercado de Valores. Recuperado de:  
<https://www.boe.es/buscar/pdf/2015/BOE-A-2015-11435-consolidado.pdf>
- Argentina (2017). Ley 27349 de Apoyo al Capital Emprendedor. Senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina.  
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/270000-274999/273567/norma.htm>
- Argentina (2017). Resolución N° 717-E/2017. Comisión Nacional de Valores.  
<https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-717-2017-305469/texto>
- Brasil (2017). Instrução CVM 588. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.  
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>

## ANEXOS

### ANEXO I – Supuestos y estimaciones de las proyecciones financieras

#### Ingresos

- Comisiones: se consideró una tasa del 7% sobre los proyectos con éxito (un punto más arriba del promedio de comisiones de plataformas del exterior analizadas).
- Tarifa por asistencia: mínimo de USD 400 por proyecto, la cual podrá incrementarse en función de la dimensión o complejidad del proyecto. Para la proyección se consideró que el 20% de los proyectos son de mayor tamaño aplicándose una tarifa de USD 1.000 y para el 80% el mínimo estipulado.
- Tarifa otros servicios (capacitación, publicaciones, contratos, etc): se estima USD 300 en promedio por proyecto con éxito, según datos relevados en otras plataformas similares.

**Tabla I.1**

	Crecimiento	100%	70%	50%	50%	20%	20%	20%
	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028	Año 2029	Año 2030
<b>Proyección de proyectos</b>								
Proyectos asesorados	5	10	17	26	38	46	55	66
Proyectos con éxito	10	20	34	51	77	92	110	132
<b>Objetivo de emisión anual</b>	<b>2.000.000</b>	<b>4.000.000</b>	<b>6.800.000</b>	<b>10.200.000</b>	<b>15.300.000</b>	<b>18.360.000</b>	<b>22.032.000</b>	<b>26.438.400</b>
<b>Tarifas y comisiones</b>								
Comisión por emisión	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Servicio de asistencia	400	400	400	400	400	400	400	400
Servicios de capacitación y asistencia	300	300	300	300	300	300	300	300
<b>Proyección de ingresos</b>								
Ingresos por comisión s/ emisión (deuda / acciones)	140.000	280.000	476.000	714.000	1.071.000	1.285.200	1.542.240	1.850.688
Servicio de asistencia	2.600	5.200	8.840	13.260	19.890	23.868	28.642	34.370
Servicios de capacitación y asistencia	3.000	6.000	10.200	15.300	22.950	27.540	33.048	39.658
<b>Total Ingresos</b>	<b>145.600</b>	<b>291.200</b>	<b>495.040</b>	<b>742.560</b>	<b>1.113.840</b>	<b>1.336.608</b>	<b>1.603.930</b>	<b>1.924.716</b>



## Costos

- Mantenimiento de la plataforma online: El costo de mantenimiento, podría ser similar a cualquier plataforma web financiera, sin embargo se considera para el caso concreto como si fuera mantenimiento evolutivo. Se estima 5% de la inversión inicial<sup>21</sup>.
- Remuneraciones del personal: Se define la estructura de cargos y salarios bases en el siguiente cuadro:

**Tabla I.2 - Remuneraciones del Personal**

	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028	Año 2029	Año 2030
Posiciones requeridas								
CEO- Co-Founder	1	1	1	1	1	1	1	1
CLO - Co-Founder	1	1	1	1	1	1	1	1
CTO - Co-Founder	1	1	1	1	1	1	1	1
Analista de inversiones	1	1	2	2	2	2	2	2
Profesional IT	1	2	2	2	2	2	2	2
Profesional de marketing	1	1	1	1	1	1	1	1
Auxiliar contable	1	1	2	2	2	2	2	2
<b>Cantidad total de puestos</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>Sueldo nominal USD</b>								
CEO- Co-Founder	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500
CLO - Co-Founder	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500
CTO - Co-Founder	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500
Analista de inversiones	2400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400
Profesional IT	2100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100
Profesional de marketing	1700	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700
Auxiliar contable	1100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100
Cargas sociales	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
CEO- Co-Founder	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725
CLO - Co-Founder	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725
CTO - Co-Founder	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725	4.725
Analista de inversiones	3.240	3.240	6.480	6.480	6.480	6.480	6.480	6.480
Profesional IT	2.835	5.670	5.670	5.670	5.670	5.670	5.670	5.670
Profesional de marketing	2.295	2.295	2.295	2.295	2.295	2.295	2.295	2.295
Auxiliar contable	1.485	1.485	2.970	2.970	2.970	2.970	2.970	2.970
<b>Total remuneraciones mensual USD</b>	<b>24.030</b>	<b>26.865</b>	<b>31.590</b>	<b>31.590</b>	<b>31.590</b>	<b>31.590</b>	<b>31.590</b>	<b>31.590</b>
<b>Total remuneraciones anual USD</b>	<b>288.360</b>	<b>322.380</b>	<b>379.080</b>	<b>379.080</b>	<b>379.080</b>	<b>379.080</b>	<b>379.080</b>	<b>379.080</b>

<sup>21</sup> Datos proporcionados por Graciela Ramos Socia Co-Founder PRO - Smart Business Network

- Contratación de auditores y asesores legales y fiscales: USD 20.000 anuales según valores de honorarios del mercado local.
- Marketing y publicidad: USD 112.500 el primer año como el fuerte de gastos para dar a conocer la plataforma, reduciéndose para los años subsiguientes. Ejemplo, en el Año 1, se contaría con una oferta de lanzamiento (acreditar USD 50 a los primeros 50 clientes). En el Año 2, es esperable que la “gestión de redes” sea realizada por personal propio.

**Tabla I.3 - Gastos de Marketing y Publicidad**

	Año 2023	Año 2024
Inversión en pauta publicitaria	60.000	60.000
Banners sitios web	20.000	20.000
Radio	18.000	18.000
Gestión de redes	12.000	-
Lanzamiento	2.500	-
Total USD	<b>112.500</b>	<b>98.000</b>

Nota: datos proporcionados por referente del área de marketing empresarial

- Arrendamiento de oficinas, equipos informáticos, licencias de software contable y de compliance, entre otros:  
Alquiler oficina: USD 17.491<sup>22</sup>  
Otros: USD 3.000
- Otros gastos operativos, se estiman inicialmente como el 1% del total de gastos, incrementales de acuerdo a la estructura de ingresos.

### **Inversión Inicial**

- Infraestructura tecnológica de la plataforma: USD 50.000<sup>23</sup> para tener un *minimum viable product* (MVP) operativo y ajustado a normativa.
- Constitución de garantía a favor de BCU: (UI 250.000 = USD 33.291)<sup>24</sup>
- Constitución y mantención de depósito a la vista a favor de BCU: (UI 50.000 = USD 6.658).
- Gastos de constitución de la sociedad, inicio de actividades: (USD 10.000).<sup>25</sup>

<sup>22</sup>[https://workplace.com.uy/180252&ALQUILER\\_OFICINA\\_PLAZA\\_INDEPENDENCIA\\_CIUADAD\\_VIEJA](https://workplace.com.uy/180252&ALQUILER_OFICINA_PLAZA_INDEPENDENCIA_CIUADAD_VIEJA)

<sup>23</sup> Datos proporcionados por Crowder.

<sup>24</sup> Expectativas económicas CPA Ferrere: UI: 5,62 - USD: 42,17 estimación promedio anual 2022.

<sup>25</sup> Según estimaciones de honorarios mercado local

- Honorarios legales de constitución, y obtención de licencia: (USD 30.000).<sup>26</sup>
- Inversiones en activo fijo: Mobiliario, equipos de computación, entre otros se estima en USD 30.000.

### **Cálculo de la Tasa de descuento**

En esta sección se detalla el cálculo de la CPPC<sup>27</sup> o WACC, que como ya se mencionó en el capítulo 7.2, la misma corresponde al cálculo del Ke ya que se supone no se cuenta con financiamiento de terceros.

$$WACC = wd \cdot Kd (1-t) + we \cdot kD e$$

Donde:

wd = proporción de deuda

Kd = costo de la deuda

t = tasa efectiva de impuesto marginal a la renta

we = proporción de los fondos propios

kD e = costo de los fondos propios cuando existe endeudamiento. Cuando no hay deudas, wd = 0, kD e pasa a ser Ke.

El modelo más común para hallar el Ke es el CAPM (Modelo de Sharpe -(1963)), que establece que el Ke, sería:

$$Ke = rf + bU (rm - rf)$$

donde:

rf = tasa libre de riesgo

rm = riesgo de mercado

bU = riesgo sistemático de capital propio de la empresa es el beta unlevered, esto es contiene solo el riesgo operativo, con prescindencia del riesgo por financiamiento.

---

<sup>26</sup> Según estimaciones de honorarios mercado local

<sup>27</sup> Costo promedio ponderado del capital

El levered beta ( $b_L$ ), sería:  $b_L = b_U [1 + (1-t)(D/E)]$

- $b_L$  no se aplicaría en este caso porque no se considera endeudamiento.

Al modelo original del CAPM se le incorpora una prima por riesgo país, CRP = Country Risk Premium como se ha visto en otros modelos desarrollados, como por ejemplo Damodaran, y además se incluye una prima por liquidez al tratarse de empresas del tipo startups:

$$k_e = r_f + b_L(r_m - r_f) + \text{prima riesgo país} + \text{premio por liquidez}$$

**Tabla I.3**

rf	2,92%
B unlevered	0,62
rm-rf	6,71%
CRP	1,70%
Premio por liquidez	5%

**Tabla I.4**

<i>Industry Name</i>	<i>Industria</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Unlevered beta</i>
Real Estate (Development)	Desarrollo inmobiliario)	25	0,5
Real Estate (General/Diversified)	Bienes Raíces (General / Diversificado)	11	0,64
Real Estate (Operations & Services)	Inmobiliaria (operaciones y servicios)	61	0,71
		promedio	0,62

Fuente: Damodaran

**Tabla I.5**

Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2021
<i>Risk Premium</i>
Stocks - T.Bonds
6,71%

Fuente: Damodaran

## ANEXO II – Aspectos claves de marcos regulatorios de otros países y regiones relevados

### Estados Unidos

Tabla II.1

Plataforma	Emisores / Emisiones	Inversores
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Deben registrarse ante la SEC</li> <li>- Implementar medidas para la prevención del fraude</li> <li>- Divulgar información de los emisores y emisiones</li> <li>- Facilitar canales de comunicación entre emisores e inversores</li> <li>- Prohíbe ofrecer consejos sobre inversiones</li> <li>- Prohíbe tener intereses financieros en empresas que emiten en la plataforma</li> <li>- Prohíbe influir en los operadores para que realicen compras, ventas u emisiones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tope de emisiones US\$ 5 millones en un periodo de 12 meses</li> <li>- Requisitos de presentación de información financiera ante la SEC e inversores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Restricciones de inversión para inversores individuales en el conjunto de plataformas:</li> <li>- Inversores con ingresos anuales o patrimonio neto menor a USD 100 mil, podrán invertir durante el año un máximo de: mayor entre USD 2 mil o 5% de su patrimonio.</li> <li>- Inversores con ingresos anuales o patrimonio neto mayor a USD 100 mil, podrán invertir durante el año un máximo de hasta 10% de su patrimonio.</li> </ul>

Fuente: elaboración propia en base a datos relevados mayo 2022.

## España

**Tabla II.2**

Plataforma	Emisores / Emisiones	Inversores
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Deben registrarse ante la CNMV</li> <li>- Debe mantener un capital social mínimo, cobertura mínima de seguros por reclamaciones</li> <li>- Requerimientos de presentación de información ante la CNMV, promotores de inversión e inversores</li> <li>- Implementar medidas para debida diligencia para identificación del promotor de inversiones</li> <li>- Crear en la plataforma un mercado secundario</li> <li>- Prohíbe ofrecer consejos sobre inversiones</li> <li>- Prohíbe realizar actividades reservadas para empresas de inversión, crédito y pago</li> <li>- Prohíbe conceder crédito a inversores o promotores, asegurar al promotor la captación de fondos</li> <li>- Prohíbe que la plataforma o sus ejecutivos inviertan en emisiones publicadas en su web en más del 10% de una emisión.</li> <li>- Podrán realizar tanto operaciones de Crowdlending como Crowdequity</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tope de emisión EUR 2 millones, excepto si están dirigidos exclusivamente a "inversores acreditados", en este caso el tope será de EUR 5 millones</li> <li>- No podrán tener más de un proyecto por plataforma</li> <li>- Los promotores deben estar constituidos en España o Unión Europea</li> <li>- Restricciones en el uso de la financiación. Se prohíbe el uso para la adquisición de participaciones en otras sociedades; adquisición de valores de oferta pública o entidades de capital de riesgo; préstamos</li> <li>- Requisitos de presentación periódica de información financiera ante los inversores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inversores no acreditados tendrán un tope de inversión de EUR 3 mil por emisión y un tope anual de EUR 10 mil en emisiones publicadas en una misma plataforma o en el conjunto de plataformas. En caso de personas físicas deben tener un mínimo de ingreso anual o patrimonio</li> <li>- Inversores acreditados podrán ser empresarios o Pymes o personas físicas que tengan mínimos de activos o ingresos anuales que establezca la reglamentación</li> </ul>

Fuente: elaboración propia en base a datos relevados mayo 2022.

## Argentina:

Tabla II.3

Plataforma	Emisores / Emisiones	Inversores
<ul style="list-style-type: none"><li>- Deben registrarse ante la CNV</li><li>- Debe mantener un patrimonio neto mínimo</li><li>- Requerimientos de presentación de información ante la CNV</li><li>- Implementar medidas para la prevención del fraude</li><li>- Divulgar información de los emisores y emisiones</li><li>- Crear en la plataforma un mercado secundario</li><li>- Se prohíbe realizar otras actividades sujetas al control de la CNV</li><li>- Permite actividades afines en la medida que no exista conflicto de intereses</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Tope de emisiones anuales AR \$20 millones</li><li>- Los proyectos deben estar radicados en Argentina</li><li>- Los instrumentos emitidos están exentos de exigencias del régimen de oferta pública</li><li>- Requisitos de presentación periódica de información financiera ante los inversores</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Restricciones de inversión:</li><li>- Inversión anual no podrá superar el 20% de los ingresos brutos del último año fiscal</li><li>- No podrá participar en más del 5% de la suscripción de una emisión, o en AR \$20 mil según cual sea el menor. En caso de inversores calificados solo aplica el límite del 5% de la emisión</li></ul>

Fuente: elaboración propia en base a datos relevados mayo 2022

## Brasil

Tabla II.4

Plataforma	Emisores / Emisiones	Inversores
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Deben registrarse ante la CVM</li> <li>- Implementar medidas para la prevención del lavado de dinero y soborno</li> <li>- Debe mantener un capital social mínimo</li> <li>- Separación entre los fondos de los inversores y el patrimonio propio</li> <li>- Tecnología y mecanismos de identificación de inversores y registro de participaciones</li> <li>- Divulgar información de los emisores y emisiones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tope de emisión R \$5 millones en un periodo de 6 meses. Además no se podrá realizar una nueva emisión dentro del plazo de 120 días finalizada la oferta anterior</li> <li>- Se exonera el registro ante la CVM a las “Sociedades de menor tamaño”, con ingresos anuales brutos menores a R\$ 10 millones</li> <li>- Restricciones en el uso de la financiación. Se prohíbe el uso para: fusión, incorporación o adquisición de participaciones en otras sociedades; adquisición de valores emitidos por otras sociedades; préstamos</li> <li>- Requisitos de presentación periódica de información financiera ante los inversores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tope anual de inversión R\$ 10 mil, excepto en el caso de “inversionista calificado” (ingresos anuales mayores a R\$ 100 mil) en cuyo caso se limita al 10% de sus ingresos anuales o activos</li> <li>- Se permite la participación de un “inversor líder” (inversor con experiencia) en las ofertas con el propósito de reducir la asimetría de información entre emisores e inversores. Este debe presentar un análisis de la inversión con los fundamentos para invertir en la sociedad y ayudar a los inversores en la decisión de invertir</li> <li>- Se permite la participación de agrupaciones de inversores, que apoyen al Inversor Líder en las ofertas de emisores</li> </ul>

Fuente: elaboración propia en base a datos relevados mayo 2022



## ANEXO III - Características claves de plataformas de otros países estudiados

### Reino Unido

Tabla III.1

TIPOS DE INVERSIÓN	Se reparten mayoritariamente entre préstamos de Deuda con el 50% y le siguen los del tipo Capital (35%) y combinación de ambas (9%), y un porcentaje menor de compra para alquiler.
PLAZOS	De la información obtenida se pudo observar plazos de 6 meses a 3 años en un caso, y en los otros hasta 5 años.
TASA DE RETORNO	Los porcentajes de retorno anual medio rondan entre 9% y el 12% los proyectos publicados
COMISIONES/ TARIFAS	Para los sitios web donde figuran datos, se menciona dentro de las plataformas del tipo préstamos de Deuda, tarifas para el promotor en un caso un valor fijo de £250 más un 2% sobre el valor del préstamo recaudado más 1% una vez amortizado el préstamo. En otro caso se estipula una tarifa del 5% del monto del préstamo.  En el caso del tipo equity ofrecido, se pacta en algunos ejemplos, 5% de adquisición, 15% de participación en los beneficios, y un monto fijo de £30 para gastos de contabilidad y gobernanza, y en otro ejemplo, un cargo anual del 0,95%.
ORIGEN DE LOS INVERSORES	Los inversores pueden ser residentes en el país como extranjeros.
INVERSORES Y MÍNIMOS Y MÁXIMOS DE INVERSIÓN	Los montos mínimos de inversión se pueden clasificar desde £25 a £500 y en otros casos los montos para poder participar son a partir de £1.000, £5.000 y £20.000, que en algunos de estos casos se hace referencia a requisitos como ser inversores sofisticados o de alto patrimonio personal, inversores institucionales, profesionales o autocertificados.
MERCADO SECUNDARIO	Las plataformas no detallan información sobre la existencia de un mercado secundario o de recompra de acciones.
ACTIVOS INMOBILIARIOS OFRECIDOS	Del análisis se destaca que los proyectos de vivienda son los más desarrollados, y dentro de este rubro los proyectos de vivienda unifamiliar.
ORIGEN DE LOS PROYECTOS	Los proyectos publicados son en similar porcentaje de promotores privados o inmobiliarios, que buscan financiamiento para compra de inmuebles, como de las propias plataformas que buscan financiamiento para desarrollos propios.

Fuente: elaboración propia en base a datos relevados mayo 2022

## España

**Tabla III.2**

TIPOS DE INVERSIÓN	Se reparten mayoritariamente entre préstamos del tipo Capital (90%) y préstamos de Deuda (70%), y combinación de ambas (50%).
PLAZOS	De la información obtenida se pudo observar plazos que rondan entre 6 meses y 36 meses en su mayoría, y excepcionalmente 240 meses en un caso aislado.
TASA DE RETORNO	Los porcentajes de retorno anual medio rondan entre 7% y el 15% para el 80% de los proyectos publicados, hay casos aislados que aseguran un retorno estimado proyectado entre 25% y 50% en operaciones de compra, remodelación y venta de corto plazo.
COMISIONES/TARIFAS	Solamente una de las plataformas relevadas indica que aplica comisión a los inversores, en este caso de un 3% sobre el monto invertido.  El resto de las plataformas indican que las comisiones se aplican a los solicitantes de los fondos, las mismas serían en concepto de gestión y sobre beneficios y rondarán para los casos que mencionan la cifra en un 10% sobre beneficios.
ORIGEN DE LOS INVERSORES	En el 100% de las plataformas aceptan inversores de fuera de España.
INVERSORES Y MÍNIMOS Y MÁXIMOS DE INVERSIÓN	Los montos mínimos de inversión se pueden clasificar en dos tipos de inversores, los acreditados y los no acreditados.  Para los acreditados el monto mínimo es igual a los no acreditados, y varía según plataformas y tipo de proyecto, desde €100 a €500.  Para los montos máximos de inversión sí hay diferencias, ya que los inversores acreditados no tienen límite de inversión por proyecto ni por plataforma, mientras que los inversores no acreditados tienen un límite de €3000 por proyecto y €10000 por plataforma.
MERCADO SECUNDARIO	En la gran mayoría de plataformas no hay información sobre la existencia de un mercado secundario o de recompra de acciones.  En algunas de las páginas relevadas, aparece en el sector consultas sobre la liquidez de la inversión que es posible la recompra, pero solamente por los inversores del mismo proyecto.
ACTIVOS INMOBILIARIOS OFRECIDOS	Se destaca del análisis que, los proyectos de vivienda son los más desarrollados, un 100% de las plataformas ofrece proyectos de vivienda unifamiliar, mientras que un 90% de las mismas tienen desarrollos de viviendas multifamiliares.  Las plataformas que ofrecen proyectos comerciales y de oficinas totalizan un 40%, y 30% y 20% las plataformas que ofrecen proyectos del rubro hotel e industrial respectivamente.
ORIGEN DE LOS PROYECTOS	Para el caso de las plataformas en España, los proyectos publicados pertenecen en 90% a promotores privados o inmobiliarios, que buscan financiamiento para compra de inmuebles en las mismas, mientras que un 20% de las plataformas buscan financiamiento para desarrollos propios.

Fuente: elaboración propia en base a datos relevados mayo 2022

## Brasil

**Tabla III.3**

TIPOS DE INVERSIÓN	Se reparten mayoritariamente entre préstamos del tipo Capital (75%) y préstamos de Deuda (25%), no hay plataforma que ofrezca una combinación de ambas.
PLAZOS	De la información obtenida se pudo observar plazos que rondan entre 9 meses y 36 meses, no hay excepciones de mayor plazo.
TASA DE RETORNO	Los porcentajes de retorno anual medio rondan entre 7% y el 21% para el 100% de los proyectos publicados, no hay casos aislados que aseguren un retorno mayor.
COMISIONES/ TARIFAS	Todas las plataformas indican que no hay tarifas para los inversores, las comisiones se aplican a los solicitantes de los fondos (desarrolladores), mediante el pago de un porcentaje predefinido del valor de financiación, que se paga solo cuando se confirma la oferta.
ORIGEN DE LOS INVERSORES	Los inversores tienen que ser residentes en Brasil.
INVERSORES Y MÍNIMOS Y MÁXIMOS DE INVERSIÓN	Los inversores se dividen en tres tipos: calificado, con renta y común. Para los primeros no hay límites en el monto a invertir, tienen que justificar inversiones financieras superiores al millón de reales, para el segundo tipo se entiende que tiene una renta bruta anual superior a 100.000 reales, y los mismos tienen un tope máximo del 10% declarado, para los últimos el tope máximo anual de inversión es de 10.000 reales. El mínimo de inversión depende de cada proyecto, pero puede variar de 500 a 1000 reales.
MERCADO SECUNDARIO	Las plataformas no poseen un mercado de repago o secundario, pero sí mencionan mecanismos en los cuales el desarrollador tiene prioridad en la compra de las acciones, Si el mismo no está interesado, se pondrá a disposición de la base de clientes de la plataforma, quienes pueden o no comprarlas. Las plataformas no aseguran por lo tanto que el inversor pueda obtener el importe invertido antes de la finalización del contrato.
ACTIVOS INMOBILIARIOS OFRECIDOS	Los proyectos de vivienda conforman los únicos ofrecidos por las plataformas, un 100% de los mismos son residenciales, ya sean proyectos de vivienda unifamiliar, o de viviendas multifamiliares.
ORIGEN DE LOS PROYECTOS	Solamente publican proyectos de terceros (Desarrolladores o inmobiliarias).

Fuente: elaboración propia en base a datos relevados mayo 2022

## Argentina

Tabla III.4

TIPOS DE INVERSIÓN	Las tres plataformas activas ofrecen solamente inversión a través de la creación de fideicomisos para cada proyecto publicado (100%), los inversores (fiduciantes) aportan capital y se le asigna una cuota parte de acuerdo al monto.
PLAZOS	Los plazos indicados de duración de los proyectos publicados, oscilan entre 11 y 48 meses.
TASA DE RETORNO	Los porcentajes de retorno anual medio rondan entre 7% y 35%, estas tasas son proyecciones estimadas en dólares americanos.
COMISIONES/ TARIFAS	No se detallan las tarifas ni comisiones explícitamente, indican que la renta es neta de comisiones.
ORIGEN DE LOS INVERSORES	Las tres plataformas indican que los inversores tienen que ser residentes en Argentina.
INVERSORES Y MÍNIMOS Y MÁXIMOS DE INVERSIÓN	Solamente una de las plataformas indica que pueden aportar inversores no acreditados, para el resto tienen que ser acreditados. El mínimo de inversión sería de 100 dólares para una de las plataformas, 10.000 y 25.000 pesos argentinos para las otras dos respectivamente. No hay límite para el monto máximo.
MERCADO SECUNDARIO	Acotan que no es lo recomendado, por cuestiones de rentabilidad de la inversión, pero se permite que los inversores cedan su parte en forma particular a un tercero.
ACTIVOS INMOBILIARIOS OFRECIDOS	Los proyectos de vivienda son los más desarrollados, un 100% de las plataformas ofrece proyectos de vivienda unifamiliar, y de viviendas multifamiliares. Solamente una de las plataformas ofrece proyectos comerciales y también una plataforma ofrece proyectos de oficinas. Ninguna de las mismas ofrece proyectos del rubro hotel y/o industrial.
ORIGEN DE LOS PROYECTOS	Dos de las plataformas solamente ofrecen proyectos y desarrollos propios. Crowdium es la única que selecciona y ofrece proyectos de terceros. (Desarrolladores o inmobiliarias).

Fuente: elaboración propia en base a datos relevados mayo 2022

## **ANEXO IV - Entrevistas**

Personas entrevistadas y guía de preguntas.

### **1. Patricia Torrado. Gerente General de la Bolsa de Valores de Montevideo**

1 - ¿Cómo observa la BVM la regulación emitida por BCU sobre plataformas de financiamiento colectivo?

2 - ¿Considera que contiene muchas restricciones o barreras de entrada para posibles candidatos a operar como plataforma?

3 - ¿La BVM tuvo alguna instancia de intercambio/discusión con BCU sobre la normativa previamente?

4 - ¿Qué opina sobre la regulación a los emisores, es restrictiva o demasiado permisiva?

5 - ¿Qué ventajas y desventajas le ve obtener la licencia para operar como plataformas? ¿Hay interés de la BVM en obtener la licencia?

6 - ¿Considera que la creación de plataformas, competiría con la operativa de BVM, o con los Bancos?

7 - ¿Cuáles serían las mayores dificultades que tendrían las plataformas para operar a nivel local?

8 - ¿Considera que la creación de plataformas, beneficiaría al mercado de valores?

9 - ¿Considera que habría suficientes inversores para invertir en emisiones a través de plataformas? Es decir, ¿suficientes para poder completar las suscripciones de emisiones?

10 - El financiamiento de proyectos inmobiliarios a través de plataformas, ¿podría ser más rentable que realizarlo a través de bancos o fideicomisos?

## **2. Patricia Tudisco. Intendente de Regulación Financiera del Banco Central del Uruguay**

- 1 - ¿Cómo surge la regulación del BCU de diciembre 2020 para plataformas de *Crowdfunding*?
- 2 - ¿Hubo alguna instancia de discusión previamente con organismos, entidades reguladas u asociaciones profesionales?
- 3 - ¿Qué puntos del proyecto/regulación generó más debate/discusión?
- 4 - ¿Considera que la regulación es muy estricta o impone barreras de entrada a interesados en operar plataformas? y en relación a condiciones para los emisores o valores a emitir?
- 5 - ¿Existen entidades interesadas para operar bajo la modalidad de estas plataformas (Bolsas de valores/ otras entidades reguladas / sociedades anónimas no reguladas)?
- 6 - ¿Al momento existen trámites de licencia de plataformas?
- 7 - ¿Qué opinión tendría del financiamiento futuro de proyectos inmobiliarios (3 a 5 años) o hipotecas (15 a 25 años) a través de plataformas de financiamiento?

### **3. Agustín Gattás. Gerente de Mercados de BEVSA**

1 - ¿Cómo observa BEVSA la regulación emitida por BCU sobre plataformas de financiamiento colectivo?

2 - ¿Considera que contiene muchas restricciones o barreras de entrada para posibles candidatos a operar como plataforma?

3 - ¿BEVSA tuvo alguna instancia de intercambio/discusión con BCU sobre la normativa previamente?

4 - ¿Qué opina sobre la regulación a los emisores, es restrictiva o demasiado permisiva?

5 - ¿Qué ventajas y desventajas le ve obtener la licencia para operar como plataformas?

6 - ¿Hay interés de parte de BEVSA en obtener la licencia?

7 - ¿Considera que la creación de plataformas, competiría con la operativa de BEVSA? ¿O con los Bancos?

8 - ¿Cuáles serían las mayores dificultades que tendrían las plataformas para operar a nivel local?

9 - ¿Considera que la creación de plataformas, beneficiaría al mercado de valores?

10 - ¿Considera que habría suficientes inversores para invertir en emisiones a través de plataformas? Es decir, ¿suficientes para poder completar las suscripciones de emisiones?

11 - El financiamiento de proyectos inmobiliarios a través de plataformas, ¿podría ser más rentable que realizarlo a través de bancos o fideicomisos?

#### **4. Guillermo Rodríguez. Socio Fundador de CROWDER (Proyecto de PFC en Uruguay)**

- 1 - ¿Cuáles son las dificultades o restricciones más importantes que encuentran para obtener la licencia de plataformas?
- 2 - ¿Qué opinión les merece la regulación emitida por BCU sobre plataformas de financiamiento colectivo?
- 3 - ¿Considera que contiene muchas restricciones o barreras de entrada para posibles candidatos a operar como plataforma?
- 4 - ¿Tuvieron alguna instancia de intercambio/discusión con BCU sobre la normativa en la etapa de proyecto normativo?
- 5 - ¿Qué opinan sobre la regulación a los emisores? ¿Cómo evalúan el riesgo de ser representantes de cada emisor?
- 6 - Operar bajo la infraestructura en red de Blockchain ¿podría contribuir a bajar riesgo ya sea por contar con mayor profesionalismo en el análisis de riesgo / brindar mayor protección al inversor / reducir costos legales?
- 7 - ¿Cuáles serían las mayores dificultades / ventajas que tendrían las plataformas para operar a nivel local?
- 8 - ¿Consideran que habría suficientes emisores en el mercado para plataformas de financiamiento, para hacer viable el proyecto? Idem inversores
- 9 - ¿Cuáles son los tipos de proyectos Startups a publicitar en la plataforma Crowder?
- 10 - Cómo seleccionan los proyectos y cómo llegan a reunir a los ahorristas interesados?
- 11 - Local / Exterior. Mínimos de inversión? ¿Los costos de publicidad son altos?
- 12 - ¿La creación de plataformas, podría beneficiar al mercado de valores? (desde el punto de vista del riesgo o confianza en el mercado)
- 13 - ¿Tienen referencias de otras plataformas a nivel mundial que operen en similares condiciones/regulaciones?
- 14 - El financiamiento de proyectos inmobiliarios a través de plataformas, ¿podría ser más rentable para emisores, que realizarlo a través de bancos o fideicomisos?



**5. Dra. Michelle Fleitas y Ec. Fernando Zimet. Asesores de la Asociación de Promotores Privados de la Construcción del Uruguay (APPCU)**

- 1 - ¿Qué porcentaje de los proyectos que promocionan es financiado por terceros?
- 2 - ¿Qué inconvenientes/ventajas ven en los instrumentos que utilizan para financiarse?
- 3 - ¿Conocen el sistema de financiamiento mediante plataformas de crowdfunding para proyectos inmobiliarios?
- 4 - ¿Qué opinión tienen al respecto?
- 5 - ¿Ven viable la utilización de este tipo de financiamiento en el Uruguay?
- 6 - ¿Cómo observa el negocio inmobiliario en Uruguay?
- 7 - ¿Los desarrolladores hacen estudios de mercado?
- 8 - Para la fijación de precio de venta, ¿se basan en precios de mercado? ¿O utilizan algún otro método?
- 9 - ¿Cuál es la rentabilidad promedio esperada de sus proyectos?

## **6. Arq. Francisco Taboada. Director Inmobiliario de WECITY (Plataforma Española de Financiamiento Colectivo inmobiliario)**

- 1 - ¿Cómo opera Wecity?
- 2 - ¿Qué tipo de proyecto es más recurrente?: ¿*Crowdfunding* o *Crowdequity*?
- 3 - Regulación
- 4 - Requisitos para promotores / inversores
- 5 - Tiempos
- 6 - Se expone en la web que operan bajo el marco legal de la CNMV y 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. La plataforma se creó previamente a la reglamentación, es decir ¿operó sin un marco legal antes?
- 7 - A nivel de cumplimiento de la normativa de la CNMV ¿dónde ven las principales dificultades?
- 8 - ¿Hay un mercado secundario?
- 9 - ¿Por qué los promotores buscan financiamiento a través de Wecity y no a través de un banco?
- 10 - ¿Qué % de proyectos fallidos o no completados se tiene? (tasa de éxito)
- 11 - ¿Operan con software propio o licencias contratadas?
- 12 - ¿Cuáles son los costos más relevantes para administrar la plataforma?
- 13 - ¿Cuánto representan los costos de la prevención de lavado de activos?
- 14 - ¿Cuánto representan los costos de representación de los inversores?
- 15 - ¿Cómo participan los partners en el negocio de la plataforma? ¿Costo fijo o porcentaje de negocio?
- 16 - ¿Cómo es el proceso de calificación de proyectos? ¿Qué documentación se les exige, información?
- 17 - Diferencias entre inversores acreditados y no acreditados
- 18 - ¿Se analizan los perfiles de riesgo de los inversores?
- 19 - ¿Quiénes serían los principales competidores? ¿Cómo se diferencian de la competencia?
- 20 - Dentro de los tipos de proyectos, hay uno que es de renta: comprar-alquilar-vender. ¿Cómo funciona?
- 21 - ¿Hay proyectos de equity que no reparten dividendos, sino que la ganancia es por el aumento de la acción?

## **7. Arq. Andrés Mokobocki. Promotor inmobiliario**

1 - ¿Qué tipo de sociedades abren?

2 - ¿Qué tipo de proyectos?

3 - ¿Quiénes son los inversores?

4 - Detección de lotes:

5 - ¿Cuando hablas de inversores del lote, estamos hablando de financiación bancaria o inversores privados?:

6 - En este sistema, ¿la ganancia del inversor es por la venta de las unidades, o ellos participan de la sociedad?

7 - ¿Los inversores reciben una renta fija o variable del proyecto, van a pérdidas o ganancias, o le aseguran una rentabilidad X%? o ¿tendrán rentabilidad en función si el proyecto es exitoso o no?

8 - ¿En ninguna parte del proyecto entra el banco como medio de financiamiento?

9 - ¿No han requerido una necesidad adicional de fondeo?

10 - ¿Cuál es la estructura societaria que utilizan para este tipo de negocio?

11 - En el caso de que exista una plataforma, se podría emitir una parte del paquete accionario en la misma, ¿para que el inversor asuma pérdidas y ganancias?

12 - ¿Han tenido experiencia en fideicomisos?

13 - ¿Qué tipo de garantía presentan a los inversores?

14 - ¿Tienen idea de las tasas que manejan los bancos para proyectos de compra de lotes?

15 - ¿Los emprendimientos que realizan rondan los 2 a 3 millones de USD?

16 - ¿Cuánto puede durar el proceso o ciclo, desde la compra del lote hasta el momento del inicio de la construcción?

17 - ¿Todo lo que sería rubro construcción se financia con la preventa, o habría parte que lo financian los inversores?

18 - ¿Qué rentabilidad se espera promedio en este tipo de proyectos?

19 - En cuanto a la promoción de los proyectos, ¿eso se encargan ustedes en medios tradicionales, redes?

20 - ¿Las SA que utilizan son SAS o las tradicionales?

## **8. Juan Álvarez. Asesor de inversiones**

- 1 - ¿Cómo observa el mercado uruguayo de inversiones?
- 2 - ¿Dónde pueden invertir los uruguayos que tienen USD 15.000?
- 3 - ¿Costos aproximados en el mercado para colocar USD 15000?
- 4 - ¿Cuál es la liquidez de estos fondos?
- 5 - ¿Tiene costo el rescate?
- 6 - ¿Rendimiento de los fondos de inversión?
- 7 - ¿Las PFC serían una competencia?

## **9. Diego Rodríguez . Socio Director de Gastón Bengochea Corredor de Bolsa**

- 1 - ¿En qué invierten los clientes minoristas?
- 2 - ¿Rentabilidad inversiones renta fija?
- 3 - ¿La plataforma prevé un mercado secundario?
- 4 - ¿Rentabilidad de un bono emergente?
- 5 - ¿Fondos de inversión del exterior para financiar proyectos uruguayos, por qué no acá?
- 6 - ¿Puede llegar a afectar al negocio de los corredores de bolsa las PFC?
- 7 - ¿En qué invierte el uruguayo?
- 8 - ¿Costos de los inversores con los corredores?

## 10. Inés Sturla. Responsable de Itaú Personal Bank

Dada la temática nos parece interesante conocer la visión de los bancos al respecto, y más aún conociendo el caso de Itaú con el lanzamiento de los fondos de inversión con mínimos desde USD 1.000.

1 - ¿Cómo ha sido la experiencia desde el lanzamiento del producto? Ajustes que consideren sean necesarios realizarse?

2 - ¿Para el lanzamiento de este producto se requirió desarrollos de software específicos? 3 - ¿En caso de que así fuere, es desarrollo por parte del banco o tercerizado?

4 - ¿El producto requiere de costos adicionales de compliance para el banco?

5 - ¿Considera que dada la existencia de una reglamentación, de crearse alguna administradora de plataforma para *crowdfunding* en Uruguay, pueda llegar a ser una competencia para el banco?

6 - ¿A Itaú podría interesarle ser administrador de PFC?

7 - O ¿podría pensarse en crear una forma de colaboración entre bancos y plataformas de *crowdfunding* para compartir clientes y fidelización, así por ejemplo, el banco puede enviar a las plataformas a aquellos clientes a los que por su perfil de riesgo no pueden conceder financiación y a su vez las plataformas pueden promocionar cuentas o servicios de gestión de tesorería de los bancos?

8 - En el caso de este proyecto de tesis que apunta al sector inmobiliario, ¿cómo ha evolucionado en el último tiempo la concesión de préstamos a promotores inmobiliarios en Itaú? ¿Qué porcentaje de los proyectos inmobiliarios generalmente son financiados por el banco? ¿Podría haber una parte que no alcanza a acceder al total del financiamiento y pensar que puedan ser los posibles clientes de una futura PFC en Uruguay para complementar el financiamiento?