

EQUITY PRIVATE PLACEMENT PROGRAMA MAV A2 CAPITAL MARKET

Fernando J. Luciani*

Nuestro país no se destaca por la cantidad de empresas que listan su capital en los mercados regulados. Por el contrario, estamos muy por debajo del promedio mundial. Y, peor aún, mucho más abajo que países de la región con ratios comparables (Chile, Brasil, Perú, Colombia). En fin, que en cualquier ranking internacional que mida la cantidad de empresas listadas, Argentina ocupa los últimos lugares.

Seguramente la motivación de que pocas empresas se listen en el Mercado Argentino sea multicausal, pero podemos citar tres inhibidores principales para que ello suceda de la manera en que lo hace:

1. Falta de profesionalización de las empresas y escasos incentivos para hacer pública toda su información, adoptando altos estándares de gobierno corporativo;
2. El poco atractivo que el mercado argentino tiene en relación a su profundidad y volumen; y
3. Un marco normativo inelástico en todos los segmentos que se lo analice.

Las pocas empresas listadas actualmente son, huelga decirlo, aquellas más grandes e internacionalizadas, siendo su listado casi un estándar obligado para las mismas. Cuando omitimos la consideración de tales empresas (grandes), restan dos sectores más (de alto potencial de crecimiento y desarrollo) que no tienen contacto habitual con el mercado de capitales, a saber:

- a) Empresas Pequeñas y Medianas;
- b) Emprendedores y start-ups.

En este complejo contexto, el MAV se propone contribuir a desarrollar el mercado de capitales, y es sabido que hacerlo significativamente implica lograr que paulatinamente las empresas comiencen a transformarse en públicas, abriendo su capital a inversionistas y otorgando a sus acciones oferta pública.

Son dos los objetivos de MAV –como mercado especialista en PyMEs¹ - que podemos deducir de esta definición:

* Director Ejecutivo del Mercado Argentino de Valores S.A.



1. La necesidad de que las empresas “abran” su capital e incorporen socios-inversionistas y;

2. que las acciones de tales socios coticen (se listen) en el MAV.

El punto dos –listado u oferta pública de empresas “pequeñas y medianas”- no es un objetivo de simple realización por cuestiones propias de la cultura PyME y por otras de orden regulatorio. Prácticamente no existen en Argentina estímulos legales y no hay verdaderas diferencias entre los requisitos exigidos por el regulador a una PyME o a una gran empresa. De tal forma, pensar en la oferta pública de empresas PyMEs (“Panel PyME”, como se lo conoció en la jerga bursátil) es una utopía, al menos hasta que se sancione un verdadero “régimen diferenciado de acceso al mercado de capitales para las PyMEs”².

Si bien en MAV continuamos trabajando para lograr dicho régimen diferenciado de oferta pública, hemos decidido recorrer también el valioso camino expuesto en el punto 1. (incorporación de socios inversores).

Para hacer esta gestión viable, debemos enfocarnos en empresas actualmente cerradas o **start-ups**, propiciando

que la empresa incorpore socios-inversionistas que apalanquen su crecimiento y desarrollo tanto económico como corporativo.

Es aquí donde nace el programa “**A2 Capital Market**”, que se encuentra disponible tanto para empresas PyMEs tradicionales como para aquellas que denominamos “emprendedores” o “*start-ups*”.

Este programa, **A2 CM**, no es más que una Autopista de Acceso al Mercado de Capitales que se propone guiar a la empresa y al emprendedor por un camino prediseñado que le permita lograr dos objetivos al mismo tiempo:

a) Financiar su crecimiento, incorporando socios en rondas privadas de inversores y;

b) Construir una compañía que respete y defienda los valores del buen gobierno corporativo, la difusión pública de la información y los más altos estándares de transparencia.

En consonancia con la consecución de tales objetivos, el programa **A2 CM** acompaña a la empresa que ingresa por un camino que le permite sumar socios y capital (en un primer momento), para luego

DINAMIZANDO LA META EMPRENDEDORA



comenzar a usar otras herramientas financieras como los pagarés, cheques de pago diferido. De esa forma, posteriormente, avanzando hacia productos más estructurados como fideicomisos, arribando entonces a aquellos con más compromiso en relación al gobierno corporativo (obligaciones negociables) y, finalmente, el fin del viaje: las acciones.

Este programa MAV (**A2 CM**) tiene como estación de ingreso a la autopista el *Private Equity*, en su modalidad "*Private Placement*", como se lo conoce en las regulaciones internacionales. Estamos convencidos de que esta alternativa de financiamiento para emprendedores, PyMEs y *start-ups* permitirá ir nutriendo un futuro Panel PyME –hoy totalmente inexistente en Argentina-. Se trata de una opción inédita en nuestro país, en tanto introduce un producto con diferencial de riesgo, exclusivo para inversores calificados.

MAV ha diseñado el programa **A2 Capital Market**, una ruta hacia la profesionalización y el crecimiento de las *start-ups* y los emprendedores, creando una fuente alternativa de financiamiento: el *Private Placement MAV*. La colocación privada entonces, es el proceso mediante el cual se obtiene capital directamente de los inversores interesados, sin necesidad de requerirse la autorización de oferta pública.

Este sistema novedoso en Argentina –pero con desarrollo en otras partes del mundo– permite a los inversores calificados convertirse en socios de los emprendedores, y a las *start-ups* impulsar su crecimiento y consolidar el camino para que, posteriormente, puedan llegar a listarse en los Mercados regulados.

MAV HA DISEÑADO EL PROGRAMA A2 CAPITAL MARKET, UNA RUTA HACIA LA PROFESIONALIZACIÓN Y EL CRECIMIENTO DE LAS STARTUPS Y LOS EMPRENDEDORES, CREANDO UNA FUENTE ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO: EL PRIVATE PLACEMENT MAV.

Las empresas interesadas en transitar el programa deben adoptar una serie de principios de gestión y transparencia que las profesionalizan, con la finalidad de desarrollar un estándar de gobierno corporativo aceptable y brindar la credibilidad necesaria para atraer los fondos requeridos para financiar su expansión, ello siempre respetando las posibilidades de cada empresa.

El **A2 CM** promueve la adopción de altos estándares de Gobierno Corporativo y de transparencia, dado que ellos son una prima de valor que motiva la permanencia de los inversionistas.

El ingreso formal al programa **A2 CM** supone un compromiso contractual por parte de las empresas mediante la firma de un Acuerdo Marco que regula ciertas obligaciones y que, a su vez, impulsa la participación de inversionistas institucionales y sofisticados.

El **A2 CM** tiene por finalidad que la *start-up* recorra la Autopista de Acceso al Mercado de Capitales ordenadamente, consolidando sus pasos para que arribar a la Oferta Pública Inicial (OPI) y a los Mercados regulados sea sólo la coronación de un viaje y no un proceso arduo.

ALGUNOS CONCEPTOS IMPORTANTES

Private Placement: Es el proceso por medio del cual una compañía colecta capital en relación a un grupo determinado de inversionistas elegidos, sin hacer

BENEFICIOS DEL PROGRAMA A2 CAPITAL MARKET

- Otorga un estándar de derechos, (generalmente parasocietarios) a los socios inversores, que ayuda a la sustentabilidad administrativa de la empresa y mejora el acceso al crédito.
- Garantía metodológica MAV: Validación metodológica de las valuaciones presentadas por la startup. Información periódica de cada startup customizada para cada caso de negocio: Presentación de la startup, hechos destacados y reportes trimestrales a disposición de los inversores.
- Las empresas mejoran su gobernanza (programa de buen gobierno corporativo).
- Optimizar las proyecciones financieras. Energías alternativas.
- El programa dinamiza el viaje de la startup hacia la oferta pública, construyendo un recorrido sostenido y sustentable a medida que la startup avanza en todas las etapas del programa.
- Mercado secundario de startups: Posibilidad de reventa de un porcentaje de la participación original.





esfuerzos públicos de colocación masivamente o a inversores indeterminados, sino a un grupo seleccionado y calificados elegibles por la emisora.

Brochure o Memorando de Colocación Privada: Las emisiones de colocación privada no requieren un prospecto detallado. Los términos y condiciones se negocian entre la empresa emisora y los inversores-compradores. El programa **A2 CM** contribuye a estandarizar estos procesos y simplificar el acceso al capital.

Los valores de colocación privada no pueden negociarse en los mercados públicos, pero sí de forma privada entre los inversores una vez que hayan sido emitidos por la empresa emisora. Una colocación privada contrasta con una oferta pública, que se emite en los mercados de capitales públicos, y requiere un prospecto detallado.

VENTAJAS DE LA COLOCACIÓN PRIVADA Y DEL PROGRAMA A2 CM

La principal ventaja de la colocación privada es que evita los estrictos requisitos normativos de una oferta pública. Las colocaciones privadas se negocian de forma privada entre los inversores y la empresa emisora. Otra ventaja de la colocación privada es la reducción del tiempo de emisión y de los costos de emisión. Dado que el Private Placement no está sometido a esquemas rígidos, se obtiene un marco flexible que resulta en un diferencial positivo para las empresas que comienzan a recorrer el A2 CM.

Por otra parte, el Programa A2 CM posee como ventaja central que acompaña a la empresa por

el camino de la profesionalización y el desarrollo como futura compañía listada. Así, la empresa que accede al programa atraviesa dos etapas. La primera, destinada a generar las condiciones básicas para la colocación (valuación, prospecto resumido, presentación a inversores). La segunda, que comienza luego de que se produce la colocación, implica que la empresa comenzará a volcar información de la empresa y reportes previamente acordados para que los accionistas-inversores puedan monitorear los avances de su inversión. La empresa en la que se ha invertido debe comenzar a informar el plantel completo de accionistas, balances y otra información que pueda mostrar, siendo la tendencia exigida alcista en relación a los niveles de transparencia y publicidad.

Finalmente, es posible que muchas de estas empresas opten, como una salida (exit) natural, el OPI y listado en los Mercados regulados (en este caso, MAV como mercado inicial).

MARCO REGULATORIO NACIONAL E INTERNACIONAL

En nuestro país no existe un marco normativo preciso sobre este tema. Por lo tanto, las operaciones quedan suscriptas a las ordinarias de aumento de capital – sin oferta pública-. Para ello, la colocación (*private placement*) se realiza sin hacer esfuerzos públicos y masivos de difusión, siendo un proceso netamente peer to peer.

Recientemente, la Ley Nacional N° 27.440, en su Artículo

43 que modifica el Artículo 19 de la Ley N° 26.831, se plasma que la CNV puede:

r) *Establecer regímenes de información y requisitos para la oferta pública diferenciados;*

Dicha ley también modifica el Artículo 82 de la Ley N° 26.831, agregando la consideración del "private placement" en los siguientes términos:

"El citado organismo³ podrá dictar normas estableciendo y reglamentando supuestos específicos conforme a los cuales se considere que una oferta de valores negociables no constituye una oferta pública sino privada, para lo cual podrá tomar en consideración los medios y mecanismos de difusión, ofrecimiento y distribución y el número y tipo de inversores a los cuales se destina la oferta".

Seguidamente, sería recomendable que se regulen en detalle las ofertas privadas, de manera proactiva, permitiendo que las mismas sean la antesala de la oferta pública.

Si se toma en cuenta que, en nuestro país, casi ninguna empresa acepta el estándar de la oferta pública como un camino central, no sólo regular sino que promocionar el acceso a modelos no convencionales como el propuesto por el Programa A2 CM puede ser vital para el crecimiento sostenido del Mercado de Capitales Argentino.

El Mercado Argentino de Valores ha presentado a la Comisión Nacional de Valores una propuesta de regulación que creemos puede mejorar el estándar de acceso actual tanto para las empresas y emprendedores, como a los inversores de riesgos en productos sumamente elegibles que podrán seguir en su evolución.

El programa A2 CM pretende ocupar un espacio actualmente vacío en relación al financiamiento de los emprendedores, que no es ocupado (generalmente por temas de escalas y montos) por los grandes players o fondos de *private equity* nacionales e internacionales.

Otros países han regulado estos esquemas, destacándose la normativa norteamericana. En virtud del Reglamento D de la Ley de 1933 de la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, se establece una exención de registro para las ofertas de colocación privada. La Regulación D permite a un emisor vender valores a un grupo de inversores acreditados ("calificados" en nuestra terminología) que cumplan con los requisitos especificados. En lugar de un prospecto, las colocaciones privadas se venden

EL PROGRAMA A2 CM TIENE COMO DESAFÍO CONSTRUIR UN RECORRIDO SOSTENIDO Y SUSTENTABLE PARA CADA STARTUP.

EL LOGRO ES POSIBILITAR EL ACCESO DE LA STARTUP AL MERCADO DE CAPITALES, PROMOVER FUENTES GENUINAS DE FINANCIAMIENTO E IMPULSAR UN EXITOSO CAMINO HACIA LA OFERTA PÚBLICA.

utilizando un memorando de colocación privada y no se pueden comercializar ampliamente al público en general.

Esta es una de las principales limitaciones al private placement: el hecho de que debe ser dirigido a inversores calificados, y a no a cualquier tipo de ellos.

Si bien las colocaciones privadas no requieren que el emisor registre sus valores ante la SEC, sí requieren que el emisor sólo venda los valores privados a inversores que califiquen como tales bajo las normas establecidas por la SEC en la Regulación D de la Ley de Títulos Valores de 1933.

Otro punto de interés tiene que ver con que en el *private placement* suele haber restricciones en las transferencias que pueden hacerse de esos valores, que no necesariamente son libremente transmisibles. Las mismas varían de *security* en *security*, pero suelen plasmarse directamente en los mismos, y deben analizarse caso a caso en la mayoría de las oportunidades.

La SEC anteriormente plasmaba muchas restricciones en las transacciones de colocación privada. Por ejemplo, tales ofertas sólo podían hacerse a un número limitado de inversionistas, y la compañía debía establecer criterios estrictos para cada inversionista. Además, la SEC requirió que la colocación privada de valores se haga sólo a inversionistas calificados, aquellos capaces de evaluar los méritos y comprender los riesgos aso-



ciados con la inversión. Por último, las acciones vendidas a través de ofertas privadas no se podían publicar al público y solamente podían revenderse bajo ciertas circunstancias.

Sin embargo, en 1992, la SEC eliminó muchas de estas restricciones para facilitar que las pequeñas empresas obtengan capital a través de colocaciones privadas de valores. Las reglas ahora permiten a las empresas promover sus ofertas de colocación privada de manera más amplia y vender las acciones a un mayor número de compradores. También es más fácil para los inversores revender dichos valores.

Muchas de las reglas que afectan las colocaciones privadas están cubiertas por la Sección 4 (2) de la ley federal de valores. Esta sección proporciona una exención para las empresas que deseen vender hasta \$ 5 millones en valores a un pequeño número de inversores acreditados. Las empresas que realizan una oferta bajo la Sección 4 (2) no pueden solicitar inversores públicamente, y se espera que la mayoría de los inversores sean personas internas (administración de la empresa) o personas externas sofisticadas con una relación preexistente con la empresa (profesionales, proveedores, clientes, etc.). Como mínimo, se espera que las compañías proporcionen a los inversores potenciales estados financieros recientes, una lista de factores de riesgo asociados con la inversión y una invitación para inspeccionar sus instalaciones. En la mayoría de los

TENER UNA RUTA DEFINIDA
POSIBILITARÁ A LA STARTUP
DINAMIZAR SU CRECIMIENTO.
LOS CHEQUES DE PAGO
DIFERIDO, PAGARÉS Y ON
PYMES SON LAS DISTINTAS
VÍAS DE FINANCIAMIENTO
QUE BRINDA EL MAV PARA
ACOMPañAR ESE OBJETIVO.

aspectos, los requisitos de preparación y divulgación para las ofertas bajo la Sección 4 (2) son similares a las presentaciones de la Regulación D.

La regla D -que fue adoptada en 1982 y ha sido revisada varias veces desde entonces- consiste en un conjunto de reglas numeradas del 501 al 508.

Las reglas 504, 505 y 506 describen tres tipos diferentes de ofertas exentas y establecen pautas que cubren la cantidad de existencias que se puede vender y el número y tipo de inversores que están permitidos en cada uno. La regla 504 cubre el registro

de pequeñas ofertas corporativas, o SCOR. SCOR otorga una exención a compañías privadas que no recaudan más de \$ 1 millón en un período de 12 meses mediante la venta de acciones. No hay restricciones en el número o tipos de inversores, y las acciones pueden negociarse libremente. El proceso de SCOR es lo suficientemente fácil para que un propietario de una pequeña empresa lo complete con la asistencia de un abogado y un contador con experiencia. Está disponible en todos los estados excepto en Delaware, Florida, Hawái y Nebraska.

La Regla 505 permite a una pequeña empresa vender hasta \$ 5 millones en acciones durante un período de 12 meses a un número ilimitado de inversores, siempre que no más de 35 de ellos no estén acreditados. Para ser acreditado, un inversor debe tener suficientes activos o ingresos para realizar tal inversión. De acuerdo con las reglas de la SEC, los inversionistas individuales deben tener \$ 1 millón en activos (que no sean su hogar y automóvil) o \$ 200,000 en ingreso personal neto anual, mientras que las instituciones deben tener \$ 5 millones en activos.

Finalmente, la Regla 506 permite a una compañía vender valores ilimitados a un número ilimitado de inversionistas, siempre que no más de 35 de ellos no

estén acreditados. Según la Regla 506, los inversores deben ser sofisticados. En ambas opciones, los valores no se pueden negociar libremente.

La normativa internacional es conteste con lo anterior. Tanto FINRA, como otros países del mundo siguen los criterios establecidos en Estados Unidos de América por la SEC. El gran factor de éxito de la colocación privada en el mundo se debe a la flexibilización en sus reglas.

CONCLUSIÓN

Siempre solemos decir que el “crecimiento sostenido del PBI” es la única manera sustentable de que un país abandone paulatinamente la pobreza y permita a sus habitantes una mejor calidad de vida.

Para que ello deje de ser un lema y comience a transformarse en una realidad, se necesitan más cantidad de empresas produciendo, innovando, creando valor.

En todos los países que forman la OCDE, las Pymes y los emprendedores son la columna vertebral del desarrollo. Contribuyen a la generación del 70 % del empleo de calidad y a mejorar los estándares tecnológicos de cada país, transformando entonces las regiones en donde se ubican.



Nada de ello es posible sin condiciones precedentes como la *estabilidad* y el *financiamiento*. Por esto, desde MAV no dejamos de impulsar esquemas que tiendan a perfeccionar la inclusión financiera de las empresas locales, impulsando su generación y diversidad. Para esto, es central que más y más compañías tengan confianza en los inversores como motor del desarrollo.

Quizás, algunas empresas/emprendedores de hoy, se conviertan en los unicornios del futuro y, si trabajamos desde este momento en adelante, posiblemente tales empresas listen sus acciones en nuestros mercados en el futuro. Con ello viene la posibilidad de alocar parte de nuestros ahorros en ellas.

Seguramente a los inversores actuales nos gustaría invertir en los unicornios argentinos que conocemos (Mercado Libre, Globant, Despegar, entre otros). Eso no es simple (ni un gran negocio) porque estas empresas ya maduras listan sus acciones en otros países. No lo hacen por capricho o desdén hacia nuestros Mercados, sino por una cuestión práctica: *cuando necesitaron apoyo financiero para crecer, nuestras instituciones no tuvieron la capacidad de proveerlo*. Hoy es tarde, inversores de otros países ocuparon ese lugar (y, huelga decirlo, ganaron mucho dinero).

El objetivo del **Programa MAV A2 CM**, es tratar de no perder esas oportunidades otra vez, estar presentes cuando los emprendedores nos necesitan. Así, seguramente cuando sean empresas exitosas, tendrán motivos para quedarse en nuestro país, listando sus acciones en los mercados locales ■

Referencias:

- 1 MAV (Mercado Argentino de Valores) es un mercado especialista, dado que resolvió adoptar una competencia determinante vinculada al financiamiento de empresas PyMEs y productos no estandarizados. Para ello, MAV firmó un convenio de especialización con BYMA (mercado con el cual competía hasta el año 2014). En dicho convenio las partes pactaron que MAV dejaría de competir con BYMA negociando acciones y bonos de empresas sénior, en la medida que BYMA resigne toda la negociación de productos PyMEs y no estandarizados, tales como los cheques de pago diferidos, obligaciones negociables, acciones PyMEs, entre otros productos similares.
- 2 Es ésta una línea de trabajo que MAV impulsa continuamente con los diferentes reguladores.
- 3 Refiriéndose a la Comisión Nacional de Valores.
- 4 Puede verse al respecto: https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_privateplacements.html

