

UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA

CARRERA DE POSGRADO

ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS

Tema: Por qué la financiación en el mercado de capitales mediante una OPI no es la alternativa más común en una empresa en Argentina

Autor: Gisela E. Villagra

Director: Guillermina Amorin

Fecha 11/12/2023

| | |
|---|----|
| Índice | |
| Resumen..... | 3 |
| Palabras claves | 4 |
| Capítulo 1: El Mercado de Capitales en Argentina..... | 6 |
| Reseña Histórica..... | 6 |
| Estructura..... | 7 |
| Propósito..... | 8 |
| Capítulo 2: Lanzamiento de una Oferta Pública Inicial en Argentina y que recursos son necesarios..... | 11 |
| Recursos de tipo Económicos y Financieros | 11 |
| Recursos referidos a factores Políticos | 12 |
| Análisis de puntos más relevantes del Reglamento de Listado BYMA | 13 |
| Ventajas de lanzamiento de una OPI en Argentina | 14 |
| Empresas relevantes que salieron a cotizar acciones en los últimos años (2017 a 2024)..... | 15 |
| Empresas locales que deciden cotizar en el exterior: Los casos de VISTA y BIOCERES | 17 |
| Capítulo 3: Cómo afecta la Liquidez de Títulos al lanzamiento de una Oferta Pública Inicial | 19 |
| Liquidez: Cómo afecta al precio de una acción..... | 19 |
| Qué son las calificadoras de riesgo y cómo la falta de liquidez afecta su calificación..... | 20 |
| Contrato de Underwriting..... | 22 |
| Capítulo 4: Motivos que dificultan el Acceso al Mercado de Capitales | 24 |
| Capítulo 5: Alternativas de Financiamiento más utilizadas por las empresas en Argentina | 29 |
| Conclusión | 34 |
| Bibliografía | 36 |
| Bibliografía | 36 |

Resumen

El mercado de capitales es un intermediario donde se canaliza el ahorro hacia la inversión productiva. Una de las herramientas de financiamiento disponibles en el mercado de capitales para una empresa es el lanzamiento de una Oferta Pública Inicial (OPI). Esto permite una financiación externa, sin tener que recurrir al aporte de los socios o a un banco.

En este trabajo se analizan y describen los factores más importantes que influyen cuando se quiere tomar esta decisión. Cuáles son las barreras que debe traspasar una empresa para llegar al mercado de capitales y puntualmente, a la OPI. Si bien los beneficios que trae esta opción son importantes, también lo es la inversión que requiere. Es importante conocer las últimas empresas que salieron a cotizar sus acciones como así también las que prefirieron hacerlo en el extranjero y cuáles son los motivos que las llevan a tomar esa decisión.

Una de las variables más significativas y deseables a tener en cuenta en esta operatoria es la liquidez. De hecho se indica como a través de contratos o servicios de calificadoras de riesgo, podría canalizarse el logro de este objetivo.

Finalmente, son varios y diferenciados los motivos que llevan hoy a que la mayoría de las empresas no opten por este instrumento, van desde los factores económicos, hasta los culturales. Por otro lado, si esta opción no es viable, existen las herramientas más comunes, de fácil acceso y por las que se opta en Argentina cuando no se utiliza la OPI.

Palabras claves

Mercado de capitales: ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores.

Oferta Pública Inicial: Es el proceso de ofrecer al público acciones de una empresa privada por primera vez.

Liquidez: La liquidez, en economía, representa la cualidad de los activos para ser convertidos en dinero efectivo de forma inmediata sin pérdida significativa de su valor. De tal manera que cuanto más fácil es convertir un activo en dinero se dice que es más líquido.

Introducción

Cuando una empresa necesita financiarse puede recurrir al Mercado de Capitales. Dentro de los instrumentos por los que puede optar, existe la Oferta Pública Inicial de acciones (OPI). Se puede tratar de una oferta primaria en la que se venden nuevas acciones para captar fondos adicionales para la compañía, o de una oferta secundaria, en la que los accionistas existentes deciden vender parte de sus tenencias (Brealey, 2015).

Existen instrumentos de renta fija o variable, la OPI hace referencia a esta última, donde no puede asegurarse un resultado sino que el inversor forma parte de la sociedad asumiendo las ganancias y las pérdidas por igual.

A través de la cotización pública de sus acciones, las sociedades podrán financiar tanto capital de trabajo como bienes de capital, incorporando nuevos socios que compartan el riesgo del negocio. No obstante, este camino se recomienda para aquellas empresas que hubieran transitado previamente por el mercado de capitales, o bien tuvieran una buena organización administrativa que les permita cumplir con los plazos y exigencias en cuanto a la presentación de la información requerida (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024).

Una pequeña proporción de las empresas que existen en Argentina actualmente (entre grandes, medianas y pequeñas), se encuentran listadas. Por ejemplo en BYMA, Bolsas y Mercados Argentinos, que es uno de los cuatro mercados actuales, solo 80 empresas están listadas (BYMA, 2024).

Por otro lado, la gran crisis de convertibilidad de 2001, afectó el comportamiento financiero de los ciudadanos argentinos. La mayoría al perder sus ahorros o recuperar una escasa parte, optó por salir del sistema financiero. De hecho, comenta Claudio Zlotnik en una nota de la cadena BBC que la demanda de cajas de seguridad en la Argentina es inversamente proporcional a la estabilidad económica. A la vez, cuantas más cajas de seguridad se usan, menos dinero hay dentro del sistema financiero (Smink, 2021). Esto forma parte de la cultura financiera de un país, que afecta directamente la liquidez del Mercado de Capitales.

La problemática a abordar tiene que ver con la posibilidad de las empresas argentinas para acceder al Mercado de Capitales, puntualmente a través de una OPI. En este trabajo se analizarán y describirán los diferentes motivos o factores que influyen al momento de tomar esta decisión.

¿En qué aspectos se fundamenta, en las empresas argentinas, la escasa (o nula) financiación en el mercado de capitales a través de una OPI?

Para responder esta pregunta se analizó el proceso de una OPI en Argentina, se comentaron los puntos más relevantes para su implementación. Se describe a las empresas que cotizan en Argentina actualmente y su evolución en el tiempo, observando las OPI más significativas de los últimos años y si existe liquidez para su absorción. Se aborda la normativa vigente para poder concluir si los motivos son en relación al cumplimiento de esta última, de mercado, cultural, a decisiones internas de una compañía o a una combinación de varios factores. La investigación es del tipo descriptiva y se realizaron entrevistas a referentes del sector (CFO) como así también a operadores de mercado.

Capítulo 1: El Mercado de Capitales en Argentina

Reseña Histórica

El mercado de capitales argentino tiene sus orígenes en las Bolsas de Comercio, lugar donde antiguamente se concentraban las negociaciones de valores bursátiles y de commodities. En Argentina, las Bolsas más antiguas son la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, fundada 1854, y la Bolsa de Comercio de Rosario, fundada en 1884, las cuales fueron constituidas como asociaciones civiles sin fines de lucro. Luego, en 1909, se funda el Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX) con el objetivo de realizar operaciones de futuros de granos y, en 1927, se crea el Mercado de Valores de Rosario (actualmente convertido en el MAV) para liquidar y garantizar operaciones de compraventa de títulos valores. Dos años más tarde, en 1929, inicia sus actividades el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.

Entre 1929 y 1937, luego de la sanción de diversas leyes, empieza a organizarse y estructurarse el mercado bursátil argentino con crecientes intervenciones estatales en vistas de regular la operatoria en dicho marco. Más tarde, en 1968 se crea la Comisión Nacional de Valores (en adelante CNV), y en 1974 se funda Caja de Valores S.A., empresa privada cuyo objetivo es ser depósito colectivo central de valores negociables. Las políticas intervencionistas que aplicó el Estado argentino sobre la actividad bursátil y agropecuaria en el período mencionado, a saber, la instauración del Instituto Argentino de Promoción del Intercambio (IAPI), la fijación de precios máximos a los bienes exportables, la prohibición de listar determinados productos financieros y agropecuarios, y los constantes cambios en las normativas y las regulaciones, provocaron que se interrumpiera el desarrollo de los mercados bursátiles y de futuros.

En el año 2001 se establece el Régimen de Transparencia de Oferta Pública, el cual incorpora a la legislación vigente prácticas de buen gobierno corporativo, transparencia y protección del inversor minorista en el marco del mercado de capitales.

En 2012, luego de varios años de planeación y negociación, se dictamina la nueva ley de Mercado de Capitales (Ley 26.831), determinando que se integrarían e interconectarían los mercados bursátiles de todo el país. De esta manera, la CNV pasa a ser el principal organismo de control de todos los participantes del mercado de capitales. Entre las principales modificaciones de la nueva ley, la desmutualización de los mercados fue una de las más relevantes. La misma implicaba que los operadores no necesariamente debían ser accionistas del mercado donde operaban. Prosiguiendo con las modificaciones de la nueva ley, podemos encontrar la clasificación y creación de nuevos agentes, la facultad de designación de veedores y administradores por parte de la CNV, la obligación de que los mercados cuenten con tribunales arbitrales y la eliminación de la autorregulación por parte de los mercados.

Asimismo, la Ley estableció la obligatoriedad de cotización en oferta pública de las acciones de los mercados miembros. En la actualidad existen cuatro grandes mercados: BYMA, MatbaRofex (surgida de la fusión de los mercados de futuros Matba y Rofex), MAV y MAE. Por cierto, hoy MatbaRofex y MAE se encuentran en un proceso de fusión que esperan finalizar en 2025.

En 2018 se sanciona la Ley de Financiamiento Productivo 27.440 con el objetivo de atraer nuevas inversiones a partir de un mayor desarrollo del mercado de capitales local. Entre sus principales modificaciones, la nueva ley crea diversos instrumentos de financiamiento para facilitar a las pequeñas y medianas empresas el acceso al crédito (destacándose la introducción de la Factura de Crédito Electrónica), reformó el marco regulatorio de las ofertas públicas de adquisición (OPA) con el propósito de proteger al inversor minorista y corregir potenciales problemas, en tanto se modificaron ciertas disposiciones tendientes a facilitar la operatoria de los Fondos Comunes de Inversión y a fomentar la emisión de Obligaciones Negociables por parte de las empresas.

En la actualidad, los mercados de valores se han especializado en la negociación bajo su entorno de diferentes productos financieros, siendo MatbaRofex el mercado especialista en futuros financieros y agropecuarios, el Mercado Argentino de Valores (MAV) se centra en el descuento de cheques/echeqs y el financiamiento Pyme, BYMA se constituye como un mercado de

negociación de valores negociables de renta fija y variable (bonos, acciones, Cedears, obligaciones negociables, etc.) y MAE como un mercado de renta fija y divisas. La especialización ha segmentado claramente los productos a operar en torno a dichos mercados posibilitando el avance de tecnologías y desarrollos óptimos para la concreción de las negociaciones.

Estructura

El mercado de capitales en Argentina está formado por diferentes entidades o agentes. En primer lugar, los “mercados” se organizan como sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores para organizar operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública. Estos mercados serán los que dicten las reglamentaciones para habilitar la actuación en su ámbito de Agentes autorizados por la CNV. Se pueden nombrar como ejemplos el mercado de valores de Buenos Aires “BYMA” (Bolsas y Mercados Argentinos por sus siglas), el Grupo MatbaRofex (que surge en 2019 a partir de la fusión del Mercado a Término de Buenos Aires S.A. y ROFEX S.A.), el MAV (Mercado Argentino de Valores), MAE (Mercado Abierto Electrónico).

En segundo lugar, la Comisión Nacional de Valores es el ente autárquico con jurisdicción nacional encargado de ser el órgano de control y disciplina del ámbito bursátil. Entre sus tareas se pueden señalar registrar, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar a los Mercados y a los Agentes Registrados, siendo que además deberá controlar a las Emisoras de títulos valores con cotización pública.

En tercer lugar, los Agentes registrados son personas físicas y/o jurídicas autorizadas por la CNV para realizar actividades de intermediación financiera de valores negociables. La CNV les impondrá determinados requerimientos cuantitativos (por ejemplo, capital social mínimo), como cualitativo (la imposibilidad de dar crédito a sus clientes, la incapacidad de tomar decisiones por éstos salvo deriva autorización, entre otros). Entre los principales agentes, podemos mencionar los Agentes de Liquidación y Compensación (ALyC), los Agentes de Negociación (AN), los Agentes Productores (AP), entre otros.

En cuarto lugar, se encuentran las Cámaras Compensadoras. En nuestro país la principal es Argentina Clearing, es una S.A. cuyo objeto principal es actuar en la liquidación, compensación y administración de garantías de las operaciones, asumiendo las funciones de contraparte central en el caso de las operaciones garantizadas.

Por último, la entidad depositaria de valores negociables en Argentina se denomina Caja de Valores S.A., quien cumple funciones de custodia por cuenta y orden de los depositantes, esto es, agentes registrados, fondos comunes de inversión, banco y mercados. Esto hace que cada inversor posea una cuenta comitente con un agente registrado (ALyC, Banco, etc.) y por ende una subcuenta en Caja de Valores donde los títulos están a su nombre. Lo mencionado posibilita que los valores negociables no corran riesgo de custodia por parte del agente registrado con quien el inversor opera habitualmente.

Así estructurado el mercado de capitales argentino, nace y sigue vigente con el propósito de ser el principal intermediario entre las unidades superavitarias y las unidades deficitarias de fondos con el objetivo de financiar proyectos en el largo plazo, los cuales en muchas ocasiones requieren de importantes sumas de dinero que de otra forma sería muy difícil de financiar.

Como se muestra en la figura 1 tanto AFIP como UIF monitorean el ecosistema bursátil argentino.

Ecosistema del mercado de capitales argentino



Fuente: Clase de Inversor Inicial MatbaRofex School (Molfino, 2024)

Propósito

Con el objetivo de regular a los sujetos y valores negociables comprendidos dentro del mercado de capitales (sujeto a reglamentación y control de la CNV) y de acercar a los inversores al mismo, se sanciona en 2012 la nueva Ley de Mercado de Capitales, número 26.831. Según Agustín Datellis (Datellis, 2014) los principales objetivos de esta ley son:

- Promover la participación en el mercado de capitales de los pequeños inversores, asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo;
- Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores;
- Promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas;
- Propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos para la interconexión de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación, con los más altos estándares de tecnología;
- Fomentar la simplificación de la negociación para los usuarios y así lograr una mayor liquidez y competitividad a fin de obtener las condiciones más favorables al momento de concretar las operaciones

El mercado de capitales cumple la función de facilitar el contacto entre quienes desean recursos y quienes están dispuestos a ofrecerlo (Dapena, 2012). Es decir, que su principal función es la de intermediario para la canalización de los ahorros (públicos y privados) hacia la inversión. Es justamente atrayendo una inversión donde podrían financiarse las empresas con el lanzamiento de la OPI.

Esta canalización de recursos, puede materializarse a través de varios instrumentos que hoy están a disposición de una compañía pero se clasifican básicamente en:

- **Renta Fija:** son una inversión en la cual los términos y condiciones de la emisión se conocen desde un comienzo. Es decir, al momento de adquirir el título, el inversor conoce las fechas en que le será devuelto el capital (pagos de amortización), qué interés le rendirá (pagos de renta) y cuándo finalizará el ciclo de la inversión (fecha de

vencimiento). No obstante ello, puede deshacerse del título antes del vencimiento, vendiéndolo en el mercado secundario. Ejemplos de esta clase de instrumentos son los títulos públicos y las obligaciones negociables.

- **Renta variable:** Los instrumentos de renta variable son aquellos en los cuales al momento de la inversión inicial se desconocen los fondos que se obtendrán a cambio, ya que dependerán de la evolución de la empresa, su precio en el mercado y el contexto económico y financiero, entre otros factores. Ejemplos de esta clase de instrumentos son las acciones y los cedears.
- **Derivados:** instrumentos financieros cuyo precio depende de un activo subyacente. El activo subyacente es un instrumento de renta fija, de renta variable u otro activo financiero. Esta modalidad operativa se utiliza como cobertura para limitar posibles pérdidas. Dentro de los derivados se incluyen las opciones y los futuros.

Esta clasificación se recuperó el 20/06/24 del sitio oficial de la bolsa de comercio de Buenos Aires (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024).

Propósito de este trabajo

Dentro de las alternativas de financiamiento que se manejan en el Mercado de Capitales, en este trabajo se abordará el lanzamiento de una Oferta Pública de Acciones.

Una acción es un valor negociable que representa una participación en una sociedad comercial. Es decir, que hace a su tenedor participe de los resultados de la misma, lo que conlleva un riesgo que debería ser evaluado y tenido en cuenta al momento de determinar el precio de la misma. El texto fue publicado por el Banco Central de la República Argentina (Banco Central de la República Argentina, 2024).

Se debe destacar, desde el punto de vista del inversor, que quienes invierten en renta variable es porque esperan un rendimiento mayor que el de renta fija, sino no se asumiría el riesgo.

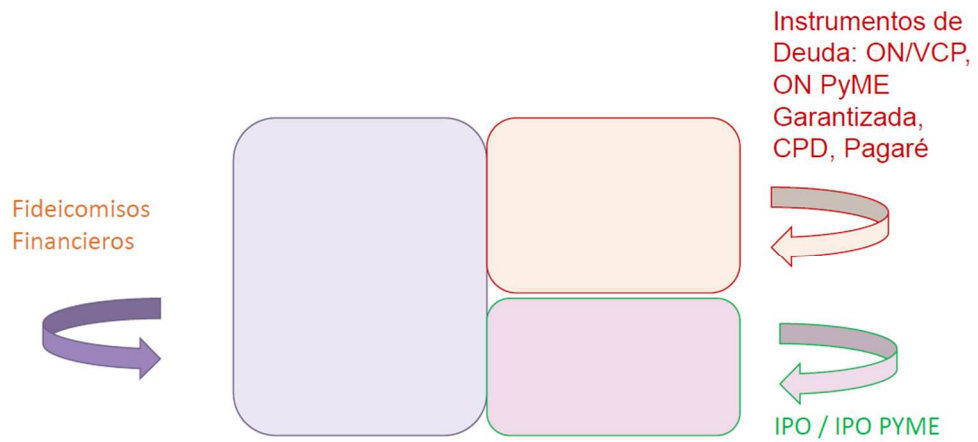
Diferentes alternativas de financiamiento, por capitalización o endeudamiento



Fuente: CNV (2024)

A continuación, se ilustra de manera clara y simple como se pueden financiar las diferentes partes de un balance.

Financiamiento en el mercado de capitales



Fuente: Clase de Inversor Inicial MatbaRofex School (Molfino, 2024)

Capítulo 2: Lanzamiento de una Oferta Pública Inicial en Argentina y que recursos son necesarios

Siguiendo al autor Jose Pablo Dapena (2012) las acciones representan en general una inversión a largo plazo, esto significa que no existe una promesa de devolución de la inversión realizada: el inversor es socio, por lo tanto, si la empresa tiene un desempeño favorable su inversión crecerá.

Una de las formas en donde el crecimiento se verá reflejado, es por la variación positiva que experimente la cotización de las acciones en la Bolsa y por los dividendos que reciba (el dividendo es la parte de las ganancias, que la empresa decide repartir entre los accionistas y puede ser en acciones, en efectivo, en títulos públicos, etc.). Por el contrario, si la empresa tiene un desempeño desfavorable, los inversores podrán ver disminuida su inversión por la caída del precio de las acciones en la Bolsa, y porque, seguramente, si la empresa no tiene ganancias no podrá distribuir dividendos. Los factores que el inversor debe tener en cuenta al momento de invertir en acciones son: el crecimiento esperado de la empresa, del mercado y de la economía donde lleva adelante sus actividades comerciales, el riesgo asociado a la obtención de las ganancias, la liquidez de la acción (si tiene movimiento en la Bolsa, para poder venderla en caso de necesidad) y los dividendos que paga la empresa (para evitar realizar la ganancia sólo a través de la venta de las acciones).

Es un instrumento pensado para quien desea inversiones a largo plazo. En general, debemos tener en cuenta, que hay muchos otros factores (además del desempeño de la empresa) que inciden en su cotización.

Recursos de tipo Económicos y Financieros

Cuando una empresa necesita recursos y opta por el financiamiento mediante Oferta Pública Inicial, vende sus acciones al público inversor. En el sitio oficial de la bolsa de comercio de Buenos Aires (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024) se indica que para ser autorizadas, las sociedades deben poseer un objeto social, un capital social y una situación patrimonial, económica y financiera que justifiquen su participación en el mercado, así como también deben contar con una organización administrativa que les permita cumplir con los requerimientos que establece la normativa vigente. Debe constituirse como sociedad anónima. Primero se pide autorización en la CNV y luego en la bolsa respectiva.

Las emisiones pueden colocarse de dos formas: con *underwriting* o *Best effort*.

En caso de optar por una emisión con aseguramiento (*underwriting*), la primera tarea de la administración es seleccionar a los colocadores. Los colocadores actúan como “parteras financieras” de una nueva emisión. Por lo general, desempeñan una triple función: primero aportan asesoría financiera y procesal a la compañía, luego compran la emisión y al final la re venden al público (Brealey, 2015). Generalmente un colocador cobra un 1% sobre el monto colocado, y otro 1% el estructurador. Si llega a ser el mismo actor estructurador y colocador suele estar en 1,5% el total de la comisión. Los costos se detallan en cada prospecto de emisión de las colocaciones. El costo total, no suele ser mayor al 4% de la colocación. Por otro lado, podría no utilizarse este mecanismo, para reducir costos, y optar por colocar con una cláusula de *best efforts*. En este caso el colocador no garantiza la transacción por un precio o volumen mínimo.

Antes de realizar la colocación se analiza el mercado y los posibles inversores. Según Brealey & Myers (2015) a esto se le llama gira de presentación (*road show*), para hablar con posibles

inversionistas. Principalmente inversionistas institucionales, como administradores de fondos mutuos y fondos de pensiones.

Es decir que primero (además de contar con solidez financiera) debemos contar con una empresa organizada, con recursos administrativos para atender a lo requerido por la CNV (informes contables y financieros periódicos) y además como menciona Irene, profesora de la Especialización en Finanzas del año 2019 (Wasilevsky, 2012), las empresas que cotizan tienen la obligación de presentar a la Bolsa en forma periódica sus estados contables y la información relevante de la compañía. La Bolsa difunde inmediatamente esta información para conocimiento del público, de manera que los inversores puedan tomar sus decisiones en base a toda la información disponible sobre la compañía.

En cumplimiento con la normativa aplicable, para ser admitida al listado toda empresa debe realizar una presentación de información inicial, y luego, presentaciones de información en forma periódica durante todo el tiempo que permanezca autorizada a negociar.

Corresponde a la sociedad emisora presentar para su difusión al público inversor los estados contables trimestrales y anuales, dentro del plazo previsto, según el tipo de sociedad del que se trate. Además, debe informar todo hecho relevante que pueda afectar el comportamiento del precio del título en el mercado, así como también toda información que involucre a sus sociedades controlantes o controladas directas. La comunicación puede ser requerida en forma inmediata de producirse o conocerse el hecho, según el tipo de evento y su alcance.

El detalle de la información que deben presentar las emisoras al inicio y periódicamente se puede consultar en el "Reglamento de Listado y normas reglamentarias" (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024).

Uno de los beneficios que otorga este tipo de financiamiento es que no se debe pagar una cuota mensual, sino que los fondos corresponden a un aporte externo. Esto es importante, ya que Argentina es un país con elevada inflación y donde las normas se modifican constantemente, lo que hace una operación a largo plazo, bastante volátil e incierta.

Recursos referidos a factores Políticos

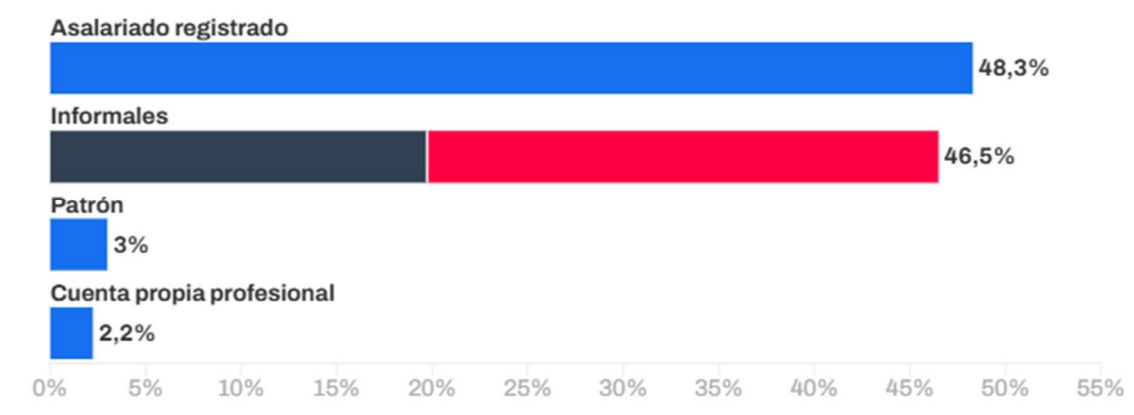
Un punto sumamente relevante a tener en cuenta al momento de optar por esta opción de financiamiento es la transparencia de la información. No solo se expone la información financiera y económica sino que todo hecho relevante que pueda influir en decisión de inversión del accionista, debe ser informado. Esto es fundamental al momento de tomar la decisión de cotizar o no en bolsa, ya que se pierde la privacidad. No solo se informan hechos, sino autoridades, proyectos, distribución de dividendos, etc. La empresa toma estado público en todos sus aspectos. Seguramente es uno de los aspectos más negativos de la operatoria, pero no es lo mismo que una pérdida de control, al menos no de las operaciones de la compañía. En caso de que se quiera mantener el control, un bajo *floating* implica que la empresa se puede financiar sin perder el control, los socios mayoritarios continúan manteniendo el control. Esto podría decirse que es más bien una decisión política de una empresa.

Hay que recordar que en Argentina, existen dos factores muy importantes que afectan a cualquier empresa y que están relacionados entre sí: el empleo no registrado y la alta carga impositiva. Es por estos motivos, que muchas de las operaciones de una empresa, no se "blanquean". Puede ser desde no declarar algún tipo de ingreso específico, como declarar en

menos para que justamente se calculen menores impuestos, como así también empleo no registrado o registrado por menos horas de lo que realmente se trabaja. Dependiendo de qué porcentaje no se esté declarando, va a depender mucho esta decisión de lanzar una OPI. Está vinculado de gran manera con la estructura no declarada de una compañía.

En Argentina, casi la mitad de las personas ocupadas poseen empleos informales, según datos del INDEC. Además, casi 7 de cada 10 empleos generados desde la pandemia no cumplen con las condiciones de formalidad (Gimenez, 2023).

Composición del Empleo (primer trimestre 2024 en porcentaje)



Fuente: En base a INDEC y proyecciones realizadas (Paz, 2024)

Es por este motivo que en general quienes acceden a una OPI son grandes empresas, con sus operatorias y estructuras transparentes. Además de contar con los fondos necesarios para afrontar el gasto inicial requerido. Las pequeñas y medianas empresas, utilizan en general otros mecanismos de financiación, incluso dentro del mercado de capitales.

En relación al empleo no registrado, en junio 2024, se aprueba la “Ley Bases”, donde uno de sus puntos tiene que ver con reducir el trabajo no registrado mediante la no aplicación de multas durante un tiempo determinado para quienes declaren trabajadores. Al momento la reglamentación no está disponible, con el paso del tiempo se verá si efectivamente, se logra este objetivo.

Análisis de puntos más relevantes del Reglamento de Listado BYMA

La autorización concedida por Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA, 2024) para el listado de un valor negociable, significa que el emisor ha cumplido con todos los requisitos exigidos por las normas pertinentes.

Para obtener la autorización de listado de sus acciones en el MERCADO, las emisoras deben ajustarse a las siguientes condiciones:

- a) Que su objeto social, capital y situación patrimonial, económica y financiera justifiquen el acceso al mercado; y
- b) Que su organización administrativa les permita atender los requerimientos contenidos en este Reglamento (ART 52).

Se comentarán a continuación los puntos más relevantes del Reglamento de Listado. Estos requerimientos son los que pueden definir una reorganización estructural de la compañía a nivel administrativo, aplicación de mejores prácticas, recursos necesarios y mayores costos. Sin duda, es lo primero que se tendrá en cuenta a la hora de evaluar el listado de acciones. Además es primordial contar con este tipo de información y documentación si se planea seguir adelante. El costo no es solo económico, también puede significar una profesionalización de la mano de obra, la búsqueda de nuevo personal (interno o externo), el rearmado de prioridades y tareas, que permitan cumplir con lo requerido. Si no se puede responder a estas solicitudes, no se puede pensar en lanzar una OPI en Argentina.

- Acta de la asamblea extraordinaria que resolvió solicitar el listado en el MERCADO, donde consten las razones que han determinado tal solicitud.
- Estados contables de la sociedad de los tres (3) últimos ejercicios o desde su constitución, si su antigüedad fuere menor.
- Estados financieros trimestrales: Estado de situación Financiera / Estado de Resultados Integral/ Estado de cambios en el Patrimonio Neto / estado de Flujos de Efectivo / Notas a los Estados Financieros/ Informe Consejo Vigilancia / Informe Contador Público según Revisión limitada/ etcétera.
- Acta de asamblea donde conste la designación de directores y miembros del órgano de fiscalización.
- Acta de directorio donde conste la designación del comité de auditoría, en caso de corresponder.
- Prospecto.
- Constancia de autorización de oferta pública de la CNV.
- Explicar la política de dividendos que tiene previsto seguir el directorio de la sociedad para los próximos años.

Ventajas de lanzamiento de una OPI en Argentina

Desde el sitio web de la Comisión Nacional de Valores (Comisión Nacional de Valores, 2020), se puede abordar la guía de acceso a la oferta pública de acciones. Se comenta el proceso de la realización de una OPI y se detalla claramente las diferencias entre una colocación primaria y secundaria:

Oferta pública de venta (colocación secundaria)

- Uno o varios accionistas ofrecen en venta sus acciones.
- El capital social no cambia.
- La empresa ya está cotizando (ya tuvo su OPI).
- Las acciones cambian de unas manos a otras total o parcialmente.

Oferta pública de suscripción (colocación primaria)

- La sociedad ofrece acciones en una nueva emisión.
- Las acciones son el resultado de una ampliación de capital.
- El objetivo es la captación de recursos para la financiación de proyectos empresariales.

Con respecto a las ventajas que ofrece esta herramienta de financiación, pueden nombrarse varias, no solo ofrece la de recaudar capital para una empresa. Se enumeran a continuación algunos ejemplos:

1. Permite obtener capital mediante la inversión de todo el público inversor.
2. Facilita acuerdos de adquisición.
3. Facilita establecer el valor de la compañía.

4. Da mayor transparencia.
5. Atrae mejores administradores y empleados que una compañía privada.
6. Genera menor costo de capital social y de deuda.
7. Aumenta la exposición, el prestigio y la imagen pública de la compañía, lo que puede ayudar a las ventas y ganancias.
8. Permite, en el futuro, recaudar fondos adicionales a través de ofertas secundarias.

En referencia a los beneficios obtenidos de la participación activa en mercado de capitales, sobre todo con el lanzamiento de una OPI, se entrevistó al CFO de una reconocida empresa de alimentos de la ciudad de Rosario. La pregunta específica que se realizó fue por qué una empresa en Argentina no accede a una OPI como primer medida de financiamiento, sobre todo una gran empresa. Su respuesta se transcribe a continuación:

En general salir al mercado de capitales tiene muchas ventajas, entre ellas:

- Menor costo de financiamiento y mayor plazo de fondeo.
- Reducción de la dependencia a otras fuentes.
- Mejora en los resultados a accionistas (se optimiza ratio deuda/capital).
- Adecuación a una estructura de *cash flow* para crecimiento sostenible.
- Calificación de riesgo pública y mayor visibilidad.
- Posicionamiento en mercado financiero.
- Exposición de la marca y management.
- Historial Crediticio.
- Beneficios Impositivos.

No siempre es política, a veces es más costoso cumplir con todos los requisitos. La adecuación de la estructura administrativa no es difícil pero estamos lejos.

Con lo cual se deja en claro que además de ser una decisión sobre el futuro que va a moldear el destino de la compañía, donde también debe ser complicado que todo el directorio se ponga de acuerdo, también pesa muchísimo el gasto que debe realizarse y los recursos que deben ponerse a disposición.

Utilizando otro tipo de financiamiento, esto no es necesario. Se pueden pagar tasas más altas, pero no se requieren en general inversiones internas.

Empresas relevantes que salieron a cotizar acciones en los últimos años (2017 a 2024)

BYMA

En mayo de 2017 y tras cumplirse todos los pasos formales y autorizaciones correspondientes, BYMA, Bolsas y Mercados Argentinos, se encontraba en pleno funcionamiento y sus acciones cotizaban en bolsa, al igual que las empresas listadas en BYMA.

Para ello se hizo un toque de campana simbólico en la Bolsa de Buenos Aires, en la que durante 15 minutos se operó la acción del BYMA.

En ese momento el papel empezó en un precio de \$100 y tras la breve negociación cerró con un valor de cotización de \$150 (un alza del 50%) y un total de 196.066 acciones operadas. La novedad surge a partir de la fusión por absorción de parte del Banco de su sociedad controlante Grupo Financiero de Valores (GFVA). Ese año se inició la negociación de las acciones ordinarias de Banco de Valores bajo el ticker VALO, las que finalmente salieron a cotizar a la bolsa en 2022 (BYMA, 2017).

Molinos Agro

Durante la jornada del 19 de junio de 2017, con el tradicional toque de campana comenzó a cotizar MOLA, informó Byma en la red social Twitter. Molinos Agro pertenece al Grupo Perez Companc.

El Grupo Perez Companc desarrolla sus actividades desde 1946 en los sectores alimenticio, agroindustrial y energético. Es accionista mayoritario de Molinos Río de la Plata, Molinos Agro, Bodegas Nieto Senetiner, Pecom Servicios Energía, Goyaike y Conuar, entre otras empresas.

Según el sitio oficial de Molinos Agro, la empresa nace en julio de 2016 producto de la escisión de Molinos Río de la Plata S.A. Hasta ese momento, la nueva Compañía representaba a la División Graneles dentro de la estructura general de Molinos Río de la Plata S.A., que posteriormente se focalizó en los productos con marca (Molinos Agro, 2024).

B-Gaming

En 2019, la empresa que salió a cotizar en BYMA es B-Gaming, dedicada a la gestión del sistema de loterías, procesamiento de apuestas de quiniela, loto, quini y que es propiedad del grupo Boldt y que tiene operaciones en las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Entre Ríos, Formosa y Misiones. Esta información se extrajo de una nota realizada por el medio IProfesional (Sanguinetti, 2019).

MATBAROFEX

El Grupo MatbaRofex surge en 2019 a partir de la fusión de dos mercados de tradición centenaria en la operación de futuros y opciones en la región: el Mercado a Término de Buenos Aires S.A. y ROFEX S.A.

Según el sitio oficial de MatbaRofex, es un mercado establecido y regulado en Argentina por la Comisión Nacional de Valores. En su ámbito se negocian contratos de futuros y opciones sobre monedas, commodities y valores negociables. A través de los mecanismos de integración y conexión con otros mercados, se puede acceder a la operatoria de otros productos. (MATBAROFEX, 2019).

La novedad de este 2024/2025, según una nota del diario *Ámbito Financiero* publicada en septiembre de 2024 es la fusión de MAE y MatbaRofex. La integración de ambas instituciones (de ser aprobada en sus respectivas asambleas), dará lugar a la creación de una nueva sociedad denominada A3 Mercados S.A. (A3), con lo cual, se espera que se siga expandiendo el horizonte de todos estos mercados. Esto podría darse en el mes de noviembre de 2024.

Distribuidora de Gas de Centro

Una de las últimas empresas en salir a cotizar se expone en una nota publicada en el sitio Bloomberglinea. Se comenta lo que fue la salida de una empresa a la bolsa luego de mucho tiempo sin este tipo de operaciones. La empresa tenía la intención de salir al mercado en 2018 pero no había podido concretarlo hasta 2024. Después de más de 6 años una empresa argentina vuelve a salir a la bolsa. "La empresa energética Distribuidora de Gas del Centro anunció que lanzará una OPI (oferta pública inicial) por el 5% de sus acciones, ampliable hasta el 10% (Carrió, 2024).

Empresas locales que deciden cotizar en el exterior: Los casos de VISTA y BIOCERES

Si una empresa puede cumplir con todos los requisitos para lanzar una OPI en Argentina, pero decide hacerlo en el exterior, deberíamos plantearnos porque el mercado local no puede satisfacer las necesidades de estas empresas.

Para responder la situación planteada se realizó una entrevista a un operador de mercado y socio de Stockbrokers S.A., su respuesta fue que en parte puede deberse a regulaciones locales (como el famoso "artículo 20 de Clarín" que se comentará más adelante), en parte para acceder a más fondos, en parte por posicionamiento, y en parte para buscar grandes inversores, para que los tengan en el radar y eventualmente los financien y/o hagan una compra por el total del capital.

Como ejemplo podemos mencionar a las siguientes empresas:

Vista

Según la nota de un reconocido diario financiero (El Cronista, 2019), se anunció que Vista Oil & Gas, la petrolera de Miguel Galuccio, iba a cotizar en la bolsa de valores de Nueva York. Se organizó una oferta pública inicial (IPO, por sus siglas en inglés) en la que se puso a la venta 10.000.000 de acciones, con la que esperaba obtener ingresos por u\$s 100.000.000.

Lo recaudado se utilizaría para financiar gastos de capital relacionados con sus planes de desarrollo.

Con respecto a la salida de VISTA en la bolsa de Nueva York y no en Argentina, es claro que no es fácil conseguir tan elevado monto de financiación en el mercado local. Por supuesto que una empresa de este tamaño con una OPI de este tipo logra posicionarse, pero la captación de recursos para financiamiento de inversiones de tal magnitud seguramente no puede lograrse en el país y por eso, se realiza en Nueva York.

Según Miguel Boggiano en una nota que brinda al diario *Ámbito Financiero* en el año 2022, luego de la salida a la bolsa de las acciones de Vista, estas rindieron más del 150%. Luego, cayeron un 84%, motivada por la crisis del covid. Desde esos mínimos, Vista se recuperó con una suba impresionante. Todo esto se dio en concordancia con la gran recuperación del petróleo (Boggiano, 2022).

Actualmente, la petrolera que opera en Vaca Muerta alcanzó un nuevo máximo histórico el 26 de agosto y desde su salida a la Bolsa en Wall Street, en 2019, Vista subió 450% en dólares (Alvarez, 2024).

Bioceres

Esta compañía enfrentó varios desafíos para poder desembarcar en la bolsa de Nueva York. El proceso se comenzó en 2018, pero fue completado en marzo de 2019. La empresa tuvo que renombrarse como Bioceres Crop Solutions Corp y comenzó a cotizar bajo los símbolos "BIOX" y "BIOX WS", respectivamente, con un valor inicial anticipado de USD 456 millones. Gracias a este acuerdo, Bioceres se convirtió en la primera compañía de biotecnología de América Latina en cotizar en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

El estudio jurídico Marval, O'Farrell & Mairal actuó como asesor legal de Bioceres Argentina SA en la Argentina y esta información se encuentra disponible en su página oficial (MARVAL, 2019).

Esta salida al mercado internacional de una empresa rosarina, tuvo una particularidad. En 2018 cuando la empresa intentó salir a la bolsa, no pudo realizarlo debido a la gran inestabilidad del mercado local, por lo cual se fue posponiendo. Lo que decidió fue realizarlo en Nueva York a través de una "reverse merger". Se le llama así a la operación en que la empresa

opta por comprar una compañía en Estados Unidos que ya cotizaba, reorganizarse y así ya estar cotizando en esa plaza. Bioceres quiso salir a cotizar a bolsa, local e internacional, dos veces durante 2018 y lo logró en 2019 con esta modalidad.

Finalmente, la salida de Bioceres es un gran estímulo para todos los emprendedores que trabajan en la sociedad del conocimiento. Hasta ahora salieron las empresas de ecommerce o las industriales. Con Bioceres salen activos vinculados a agro insumos: Rizobacter, Bioceres Semillas, y la tecnología hb4 (trigo y soja con tolerancia a sequía) (Naishtat, 2018).

Capítulo 3: Cómo afecta la Liquidez de Títulos al lanzamiento de una Oferta Pública Inicial

Liquidez: Cómo afecta al precio de una acción.

La liquidez juega un rol fundamental en el funcionamiento de los mercados financieros institucionalizados porque sin la disponibilidad de contrapartes los mercados serían reemplazados por acuerdos informales entre partes. La teoría general de valuación de activos establece que si la liquidez es de relevancia para las preferencias del inversor, entonces deberá ser incluida en el precio del activo, erigiéndose por ende un más alto rendimiento promedio, ante más altos costos de transacción y posibles asimetrías de información (Economides, 1993).

Tanto para Jose Pablo Dapena (Dapena, Rol del Mercado de Capitales en el Crecimiento de la Economía: Literatura y Evidencia para Argentina, 2009) como para Fanelli la liquidez es una condición necesaria para la profundización financiera del poco desarrollado mercado local y afecta de manera directa a los precios (Fanelli, 2008).

En un artículo de Rankia (Morales, 2023), se hace mención a lo que es el “*Free Flote* (capital flotante en inglés) y cómo afecta a la liquidez. El capital flotante, también conocido como capital en circulación o flotación pública, se refiere a las acciones de una empresa que están disponibles para ser compradas y vendidas en el mercado abierto por inversores públicos y no están restringidas por acuerdos de tenencia a largo plazo u otras restricciones que impiden su negociación libre.

La liquidez, que se refiere a lo fácil que es comprar o vender algo sin causar un cambio significativo en su precio, está directamente relacionado con el capital flotante. Cuanto mayor sea el capital flotante, en general, mayor será la liquidez de esas acciones en el mercado. Esto es crucial para los inversores, ya que si deciden vender sus acciones, querrán poder hacerlo rápidamente y al mejor precio posible. A su vez, también la liquidez se ve reflejada en el *bid-ask spread*. Cuanto menor sea el spread entre ofertas de compra y ofertas de venta, mayor liquidez tiene el papel.

Por ende, en Argentina, se entiende que un limitante de liquidez puede ser el bajo capital flotante (ejemplo acciones de Clarín), ya que otorga el control a fundadores y/o propietarios y disminuye las acciones en el mercado.

En Argentina, a partir de los desbalances y las crisis macroeconómicas, se viene penalizando el ahorro en activos en moneda local e impulsando la dolarización de carteras, al punto que, en 2022 el stock de activos externos líquidos (depósitos y moneda) ascendió a USD 238.000 millones, lo que representa entre 40% y 50% del PIB. Este ahorro en moneda extranjera constituye un desaprovechamiento no solo por su nulo o bajo retorno, sino también porque de haberse canalizado a la inversión productiva habría generado condiciones marcadamente diferentes en las dinámicas de crecimiento de la economía.

La falta de confianza en la moneda doméstica se traduce en un bajo nivel de desarrollo y baja profundidad del mercado financiero y de capitales (poca oferta de instrumentos financieros en pesos argentinos). Esto genera que la liquidez (la disponibilidad del excedente de dinero en la economía) no permita expandir aquellos sectores que producen los mayores beneficios para la sociedad y que el financiamiento a iniciativas del sector privado se encuentre en niveles muy por debajo de lo esperable (Guzman, 2023).

Como medida importante del gobierno actual, que favorece la liquidez, se puede mencionar al llamado “Blanqueo” (Decreto 864/2024). El Gobierno oficializó la prórroga de la etapa 1, la cual permite regularizar efectivo sin costo alguno hasta los u\$s 100.000 y ofrece alícuotas bajas para montos superiores.

El blanqueo no solo permite un "borrón y cuenta nueva" para los contribuyentes, sino que también tiene el potencial de favorecer la reactivación económica, generando una mayor recaudación futura a medida que se declaren las rentas de los bienes blanqueados y estos se destinen a inversiones, consumo, entre otros (El Economista, 2024).

Para conocer el impacto real de esta medida, según una nota actual del diario Infobae (Porcella, 2024), en la recta final de la primera etapa del blanqueo para ingresar dinero en efectivo sin multa, el crecimiento de los depósitos se aceleró a tasas inusitadas, se espera una recaudación de 10.000 millones aproximadamente al cierre de la primer etapa, con lo que el stock de depósitos en dólares ascendería a unos 23 mil millones aproximadamente. La etapa 1 finaliza el 31/10/2024, la etapa 2 el 31/01/2025 y la etapa 3 el 30/04/2025.

Se puede blanquear cualquier tipo de bienes, los billetes solo se podrán blanquear en la etapa 1. Si se lo inmoviliza por un año y medio, no hay límites con respecto al monto y la alícuota que se cobra es 0%. Si se lo retira antes de ese tiempo se paga el 5% (salvo montos menores a u\$s 100.000). El dinero se deposita en una cuenta especial de regularización de activos (CERA) y, lo que genera un incremento de liquidez en el mercado, es que los depósitos en las cuentas CERA pueden utilizarse para inversiones, por ejemplo: compra de títulos públicos, bonos, letras, obligaciones negociables emitidos por el estado, certificados de participaciones o títulos de deuda de determinados fideicomisos que fomenten la inversión productiva, acciones, fondos comunes de inversión autorizados por la CVN, etc.

Qué son las calificadoras de riesgo y cómo la falta de liquidez afecta su calificación

Las calificadoras de riesgo miden los diferentes aspectos que influyen en los títulos valores, e impactan también en su liquidez, ya que se considera una opinión formada sobre la potencial inversión. Según el autor Agustín Datellis, las Agencias Calificadoras de Riesgo (ACR) son instituciones que evalúan la capacidad y voluntad de pago del emisor de deudas o títulos valores. A partir de un análisis cualitativo y cuantitativo, las ACR asignan a corporaciones, instituciones financieras, países, gobiernos sub soberanos, bonos o títulos valores, acciones u otros instrumentos financieros, una nota o calificación dentro de una escala preestablecida por ellas mismas. Cada ACR tiene su propia escala de valuación, aunque en definitiva todas apuntan al mismo objetivo: mantener informados a los inversores de los aspectos macro y micro económicos de un país, una institución de gobierno, financiera, corporación o un título específico. Los servicios de nota o calificación de riesgo de crédito que ofrecen estas agencias calificadoras permiten al usuario mantenerse completamente actualizado para la toma de decisiones de inversión, a la vez que su existencia se justifica a partir del ahorro de tiempo y dinero a los inversores en su proceso de selección. Si bien existen varias agencias calificadoras de riesgo crediticio a lo largo del mundo solo tres dominan el mercado internacional: Standard and Poor's, Moody's y Fitch (Datellis, 2014).

La metodología para la calificación consiste en la evaluación de factores de riesgo crediticios, económicos, financieros, políticos, factores cualitativos y cuantitativos (tanto histórico como proyectado) pero sobre todo lo que se busca medir es la imposibilidad o no de cumplir con la obligación que se asume.

Sí bien la evaluación es cualitativa en naturaleza, el rol del análisis cuantitativo es el de ayudar a efectuar la mejor evaluación posible, porque finalmente la calificación es sólo una opinión.

En particular sobre la emisión habrá que conocer fehacientemente sobre la liquidez: definida como la posibilidad de realización inmediata del instrumento minimizando pérdidas por bajos precios; los resguardos: es decir cláusulas del contrato de emisión de un instrumento, en las que el emisor se compromete a mantener algunos indicadores financieros dentro de ciertos márgenes. Su incumplimiento genera la exigibilidad inmediata del pago de la deuda y las garantías que son cauciones reales o personales (fianzas, hipotecas, etc.), que buscan proteger al inversionista en caso de incumplimiento del emisor (Tapia, 2013).

Como se indicó al principio del capítulo, una de las más reconocidas calificadoras de riesgo a nivel internacional es Moody's Ratings. En su web oficial se puede acceder a la explicación de su metodología para calificar y su significado. Es importante tener en cuenta que para calificar a una compañía, primero se firman acuerdos para poder acceder a información relevante de la compañía a calificar, se asigna un equipo específico, se analiza la información recibida, un comité determina las calificaciones, se le entrega un borrador al cliente y una vez publicadas, hay un seguimiento continuo. Las calificaciones asignadas en las escalas globales de calificación a largo y corto plazo de Moody's Ratings son opiniones prospectivas sobre los riesgos crediticios relativos de las obligaciones financieras emitidas por empresas no financieras, instituciones financieras, vehículos de financiación estructurada, vehículos de financiación de proyectos y entidades del sector público. A continuación figura una clasificación (de mayor a menor) de las categorías a largo y corto plazo de Moody's Ratings.

Las calificaciones a largo plazo son opiniones sobre el riesgo de crédito relativo de las obligaciones financieras con un vencimiento original de un año o más. Tienen en cuenta la posibilidad de que una obligación financiera no se cumpla según lo prometido. Dichas calificaciones utilizan la escala global de Moody's Ratings y reflejan tanto la probabilidad de impago como cualquier pérdida financiera sufrida en caso de impago (Moody's, 2024).

Calificaciones según Moodys:

Aaa: Alta calidad, con un riesgo mínimo.

Aa: Alta calidad y están sujetas a muy bajo riesgo crediticio.

A: De grado medio-alto y están sujetas a un riesgo crediticio bajo.

Baa: Riesgo crediticio moderado. Se consideran de grado medio y, como tales, pueden poseer características especulativas.

Ba: Tienen elementos especulativos y están sujetas a un riesgo crediticio considerable.

B: Especulativas y están sujetas a un riesgo crediticio alto.

Caa: Mala posición y están sujetas a un riesgo crediticio muy alto.

Ca: Altamente especulativas y es probable que estén en incumplimiento, o casi en incumplimiento, con ciertas perspectivas de recuperación de principal e intereses.

C: Suelen estar en incumplimiento, con pocas perspectivas de recuperación de principal e intereses

Un título con baja liquidez condiciona su nivel de riesgo, empeorando su calificación. Esto a su vez hace menos atractiva su inversión por parte de fondos de inversión e inversores institucionales, constituyendo un efecto multiplicador negativo sobre la emisión. La falta de liquidez se da en mayor medida en aquellas empresas con bajo *floating* y/o con baja capitalización bursátil.

Como novedad con respecto a las calificadoras de riesgo, al sancionarse en 2012 la Ley 26.831 de mercado de capitales, se incluyen los artículos 57 y 58 que facultan a las universidades para registrarse como agentes de calificación de riesgo. Al respecto pueden

hacerlo como caso testigo internacional (ya que no existen registros similares) y el objeto puede ser cualquier valor negociable, sujeto o no al régimen de oferta pública.

Las universidades públicas nacionales se financian con partidas presupuestarias del gobierno nacional, de manera que no existe ningún tipo de conflicto de interés, fuera del ámbito de la calificación soberana. La propuesta plantea grandes potenciales a partir de la capacidad técnica que las universidades poseen a través de sus profesores e investigadores, y el prestigio de las mismas, que permitirán realizar una tarea como la de calificación del riesgo de activos financieros y sus emisores, no respondiendo estrictamente a fines lucrativos, sino entendiendo el carácter de servicio público que esta actividad implica (Datellis, 2014).

Contrato de Underwriting

Una herramienta que puede facilitar el proceso de lanzamiento de la OPI en materia de liquidez es el contrato de *Underwriting*, que se define de la siguiente manera: es aquel contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio de la cual la primera se obliga a pre financiar, en firme o no, títulos valores emitidos por la sociedad para su posterior colocación, ofreciendo además servicios de asesoramiento, consultoría y gestión.

Es un contrato financiero. El costo de la operación estará dado por el monto de la inversión que el underwriter debe afectar a la prefinanciación; el plazo estimado de recupero, y el spread que obtenga por la diferencia que se produzca entre el valor de suscripción y el precio de posterior venta de acciones. Se aplica para la canalización de recursos. La entidad financiera logra la transferencia de capitales desde los oferentes hacia los demandantes, con lo cual se consigue la capitalización, desarrollo y expansión de las empresas (Zuviría, 2005).

Lo normal es que quienes ofician de underwriter sean bancos y eventualmente compañías financieras ya que deben ser sólidas y contar con gran capacidad de recursos.

Clasificación:

Underwriting con compromiso “en firme”. Es aquel en virtud del cual el underwriter se obliga a pre financiar la totalidad de la emisión y a efectuar su colocación en el público por su cuenta y nombre. Es decir que por esta modalidad, la emisora se garantiza tener cubierta la totalidad de la emisión en el mismo acto de la creación y entrega de los títulos. Quién corre el riesgo de vender o no los títulos es el underwriter, con lo cual se debe abonar un monto más alto.

Underwriting con compromiso “stand-by”. Esta modalidad se caracteriza porque el underwriter se obliga a pre financiar los títulos-valores que durante un determinado tiempo no haya podido colocar directamente la sociedad emisora. Es decir, que asume un riesgo pero no por el total sino que es compartido.

Underwriting con compromiso “best-effort”. En este caso, la obligación asumida por el underwriter es muy distinta a las dos anteriores. En efecto, no se obliga a un financiamiento inmediato o diferido de la emisión, sino que se compromete a poner “su mejor esfuerzo” para colocarla en el público; es decir, una vez obtenido el inversor, el underwriter financia los títulos necesarios para satisfacer ese caso particular. Dentro de esta modalidad es muy importante la fijación de un plazo dentro del cual subsistirá ese compromiso del “mejor esfuerzo”. El riesgo asumido es menor a los casos anteriores ya que si bien se establece un plazo para la colocación, la obligación es de realizar lo mejor posible, no lo obligaba comprar la emisión.

El art 3° de la Resolución General 662/2016 (Colocación Primaria) define que, la celebración de un contrato de colocación (*underwriting*) resulta válida a los fines de considerar cumplimentado el requisito de oferta pública, si el agente colocador realizó los esfuerzos de colocación conforme lo indicado precedentemente (Comisión Nacional de Valores, 2016).

Capítulo 4: Motivos que dificultan el Acceso al Mercado de Capitales

Los activos financieros son un elemento central para el desarrollo económico de un país porque permiten canalizar el ahorro de quienes poseen excedentes hacia el consumo e inversión de quienes desean gastar por encima de sus ingresos. Esto aplica tanto a individuos y empresas, como al Estado. La capacidad de canalizar el ahorro de estos actores hacia la inversión productiva se relaciona de manera directa con la variedad y rentabilidad de los instrumentos financieros disponibles. En condiciones ideales, el conjunto de instrumentos financieros que posee una economía deberían hacer fluir el financiamiento hacia aquellos proyectos que presentan mayor valor social, logrando un impacto positivo en la generación de empleo y potenciando las posibilidades de crecimiento y desarrollo. En nuestro país, los desbalances y crisis macroeconómicas hicieron que el proceso de canalización del ahorro haya sido dificultoso, limitando las posibilidades de desarrollo (Guzman M. T., 2023).

Se expone en un trabajo final de la Especialización en Administración Financiera de la Universidad de Buenos Aires (Rojas, 2015), que la dificultad de financiamiento es una característica que se da en todos los países, dado que se observan fallas en el mercado. Conjuntamente, la informalidad del procesamiento de su información, dificulta la evaluación por parte de las entidades financieras, incrementando los gastos de financiación. Esto exige que existan por parte de los Estados, políticas activas para facilitar el acceso, las cuales deben considerar la realidad económica de cada región para que sean efectivas.

Con otra opinión, Ricardo Bebczuk, pudo determinar que las Pymes, en particular las familiares, poseen bajo nivel de endeudamiento. Esta decisión se debe a que los dirigentes, no solicitan financiamiento externo por el temor de perder libertad de gestión de la empresa, poniendo en peligro el patrimonio familiar. Esta es la razón por la que existe una baja cantidad de créditos otorgados por parte de las entidades financieras, generado por la escasa demanda de fondos por parte de las Pymes y no por la reducida oferta por parte de los bancos (Bebczuk, 2010).

A pesar del fuerte crecimiento económico de los últimos diez años el mercado de capitales argentino muestra un grado de desarrollo inferior al de otros países de la región. Existen tres factores fundamentales que explican la situación.

❖ **Contexto Macroeconómico.** La fuerte volatilidad que registró la economía en los últimos 20 años, con fuertes crisis en el medio -la hiperinflación del 1989/90 y la crisis 2001/02 -, más la crisis internacional desatada en 2008, provocaron que un gran número de empresas se retirara de la Bolsa. El resultado final es que en las últimas décadas han sido muchas más las empresas que se retiraron del mercado que las que ingresaron. Dentro de esta dinámica se observa que se han ido empresas pequeñas y que han ingresado empresas grandes. Las consecuencias de esta situación se traducen en menos empresas cotizantes y una mayor concentración de los negocios en las empresas líderes que conforman el mercado de capitales.

❖ **Factor Cultural.** En la cultura empresarial argentina existe una preferencia por el control societario y por una menor exigencia de información y de cumplimiento normativo. Del lado de la demanda también se presentan impedimentos para el desarrollo del mercado de capitales principalmente dado que existe un fuerte desconocimiento del mismo y porque está instaurada la idea de que "invertir en la bolsa es como ir al casino" en lugar de concebirlo como una herramienta para canalizar el ahorro a través de distintas alternativas de inversión que tengan en cuenta la mejor relación riesgo rendimiento posible. De lo anterior puede inferirse que la falta de desarrollo del mercado de capitales en términos de dimensión y profundidad parece explicarse más por la falta de participantes, inversores y quienes necesitan financiamiento, que por la falta de instrumentos.

❖ **Marco normativo y regulatorio.** La confianza es un factor crítico para el desarrollo del mercado de capitales y su construcción requiere de un horizonte de largo plazo. Para ello, es

necesario un marco regulatorio que minimice las asimetrías de información, asegure la transparencia y la protección al inversor y maximice la calidad de gobierno corporativo. El desarrollo del mercado de capitales en el contexto actual requiere la instrumentación de programas de difusión y educación y una acción regulatoria focalizada en dar credibilidad, estabilidad y transparencia al mercado (Datellis, 2014).

Y si bien estos factores resumen y describen la problemática sobre porqué las empresas que pueden hacerlo, no acceden al mercado de capitales o acceden a otros tipos de financiación, existen otros igual de relevantes para tratar de entender en profundidad qué es lo que sucede en Argentina. A continuación se caracterizará cada uno de ellos.

Liquidez

De suma importancia, tan relevante que se dedicó un capítulo de este trabajo para explicar su relevancia. Claramente, si no se trabaja en este punto (buscando ordenar la empresa, trabajando en cada cuestión que pueda impactar desde la mirada externa) la OPI tiene pocas posibilidades de éxito. Una de las primeras cuestiones a tratar al momento de tomar la decisión de lanzar una OPI es la colocación de la misma. Esto va a significar un costo adicional debido a los porcentajes que se tengan que destinar, pero es necesario al momento de evaluar la salida al mercado de capitales. Una calificación de riesgo en este punto, sobre todo si es una empresa nueva en el mercado puede ayudar y mucho. Para poder acceder a ella, nuevamente, se tiene que incurrir en un gasto adicional.

Crisis Económicas

Para entender brevemente lo que sucedió en 2001, se recupera la siguiente explicación de una nota de un reconocido medio financiero (El Cronista, 2021). El corralito decretado por el Gobierno el 1 de diciembre marcó el inicio del mes más dramático para la Argentina, 20 días después de aquel cepo, Fernando de la Rúa renunció a la presidencia y abandonó la Casa Rosada en helicóptero. Cuatro presidentes lo sucedieron en dos semanas. Hacía tres años, el país venía sumergido en una prolongada recesión, con una pobreza que había aumentado más del 12% y un desempleo récord, con tres de cada 10 trabajadores sin empleo. Con las reservas del BCRA en caída y una corrida bancaria en viernes, decretó la medida, bautizada como el "corralito", que impuso restricciones a la extracción de depósitos bancarios. A los argentinos se les permitió sacar un máximo de 250 pesos o dólares en efectivo a la semana de sus cuentas. También se prohibieron las transferencias de dinero al exterior.

El proceso de fuga de capitales del año 2001 fue el punto de cierre de un largo proceso de crisis caracterizado por el bajo dinamismo económico y el debilitamiento de las capacidades productivas, tecnológicas y del empleo. Reflejó las dificultades para generar un programa de crecimiento económico consistente a mediano y largo plazo y la laxitud de las autoridades regulatorias para reaccionar ante un contexto de cada vez más estrecha vinculación con el mundo financiero global (Manfredi, 2021).

Control Empresarial

Si bien parecería que cualquier empresa de mediano o gran tamaño puede acceder a estos recursos, no se da en la realidad, ya que es mínima la cantidad de empresas que están listadas en BYMA o que operan en el mercado de capitales en relación a las empresas que existen en el país. Específicamente en relación al lanzamiento de una OPI, un inversor al constituirse como socio, está asumiendo un riesgo (de que esa inversión le genere o no riqueza) y la empresa a su vez, está cediendo parte del control de su compañía. Esta podría ser una de las razones más

importantes de porqué las empresas prefieren endeudarse de manera privada a través de un banco, antes que financiarse en el Mercado de Capitales.

En este sentido un punto a tener en cuenta es que cuando se sancionó la ley 26.831 de mercado de capitales, su artículo 20 inciso a) establecía que por pedido de un accionista minoritario, podría intervenir una sociedad. Una medida que sólo podía ser recurrida ante el Ministerio de Economía que, a su vez, designa al directorio de la CNV. Esto se trata en el siguiente artículo del diario Clarín, donde se menciona que bajo la supuesta protección al accionista minoritario, la norma, en realidad, interviene de manera casi confiscatoria en la empresa, invierte la carga de la prueba por los supuestos delitos que se denuncien y habilita al organismo de control, la CNV, a intervenir durante 180 días la administración de la empresa. Si bien causó mucha controversia en su momento, fue modificado posteriormente, pero es una prueba más de la pérdida de control que puede sufrir el empresario argentino cuando su empresa se hace pública, es decir cuando decide emitir acciones u obligaciones negociables (Clarín, 2016).

Transparencia

Las empresas que cotizan en bolsa son empresas públicas desde el punto de vista de su acceso. Quienes compran acciones de una empresa en la Bolsa pueden participar de las asambleas, los inversores pueden leer su información contable periódicamente, conocer el origen y el destino de sus inversiones, etc. (Wasilevsky, 2012).

Ordenamiento de una compañía

Este punto está referido a la generación de informes necesarios para operar en el mercado de capitales. Si bien muchas empresas cuentan con esta información, hay otras donde no existe o no se realizan informes parciales. Y además, más allá de la generación o no de estos informes, debe tenerse en cuenta: cómo es preparado, si se respetan las normas, en qué medida se hace, si son confiables o no. Esto lo puede determinar un auditor, y justamente se suma a la lista de gastos o barreras que se necesitan cruzar para llegar al mercado de capitales.

Educación y Cultura

Más allá de que se simplifiquen las formas, se sancionen leyes (como la ley 27.440 de Financiamiento productivo), es importante entender porque no se educa a los argentinos en estas cuestiones. Porque no es la primera opción a la hora de realizar una inversión el acceso al mercado de capitales. En la mayoría de los casos, lo primero que se hace es comprar dólares, correr el mínimo riesgo para mantener estable el valor de nuestros ahorros. Cuando en realidad, no solo no se termina logrando sino que además se pierde dinero y poder adquisitivo a través de los años. Parecería ser una cuestión cultural, seguramente tenga que ver con las crisis (sobre todo la de 2001) a las que estamos acostumbrados y la inflación constante, que es moneda corriente para los individuos.

En una Nota del diario La Nación (Litvinoff, 2024), se expone que existen hábitos arraigados de consumo e inversión que marcan la idiosincrasia financiera del país. Según el autor, existen 3 (tres) errores básicos que cometemos los argentinos al momento de invertir.

1. Tomar en cuenta sólo la inflación pasada para proyecciones futuras: este enfoque puede llevar a decisiones erróneas y sub óptimas en un contexto económico cambiante y volátil. Este análisis es incompleto y sesgado, ya que lo crucial para evaluar la rentabilidad real de una inversión no es la inflación pasada, sino la proyectada para el futuro.
2. Utilizar las cuotas de la tarjeta de crédito como instrumento de financiación: La creencia de que “tarjeteando” se le gana a la inflación se fundamenta en la idea de comprar todo en cómodas cuotas, con la ilusión de que el valor de esas cuotas se irá licuando mágicamente con el aumento de precios. Sin embargo, este razonamiento está plagado

de falacias que pueden llevar a consecuencias financieras adversas: inflación en descenso, juego de suma cero (donde uno gana otro pierde), costos ocultos y sobreendeudamiento (el hábito de comprar en cuotas puede conducir al sobreendeudamiento, donde se termina pagando el mínimo del resumen mensual de la tarjeta, con todas las consecuencias negativas que esto implica).

3. Escasa participación en el mercado de capitales: menos del 1% de los argentinos invierte en activos bursátiles, en marcado contraste con más del 50% de la población estadounidense que sí lo hace.

Es este último punto donde se enfoca lo referente a la cultura financiera de nuestro país. Esta discrepancia revela una preferencia arraigada en la cultura financiera argentina por las inversiones más tradicionales, como los plazos fijos y las propiedades. Sin embargo, es crucial replantear esta preferencia en el contexto actual. Por un lado, el valor de las propiedades ha experimentado una tendencia a la baja en los últimos años y sigue siendo inaccesible para la mayoría de los asalariados en términos de dólares. Por otro lado, los plazos fijos han perdido brillo debido a la disminución de tasas y la necesidad de una ralentización inflacionaria más evidente para recuperar su atractivo.

Incorporar la inversión en acciones, puede ser una decisión acertada para un inversor argentino acostumbrado a su zona de confort pero insatisfecho con los resultados obtenidos hasta ahora. La diversificación hacia activos bursátiles puede ofrecer oportunidades de crecimiento y rendimientos más sólidos en un contexto económico en constante cambio.

Preferencia por la financiación privada (bancos)

La mayoría de los empresarios e incluso los profesionales que asesoran, prefieren dedicar tiempo y energía a trabajar una buena relación con el gerente del banco, antes que ir a la Bolsa a colocar bonos y acciones, por creer que los trámites son muy engorrosos y creer que la misma solo está disponible para grandes empresas y corporaciones.

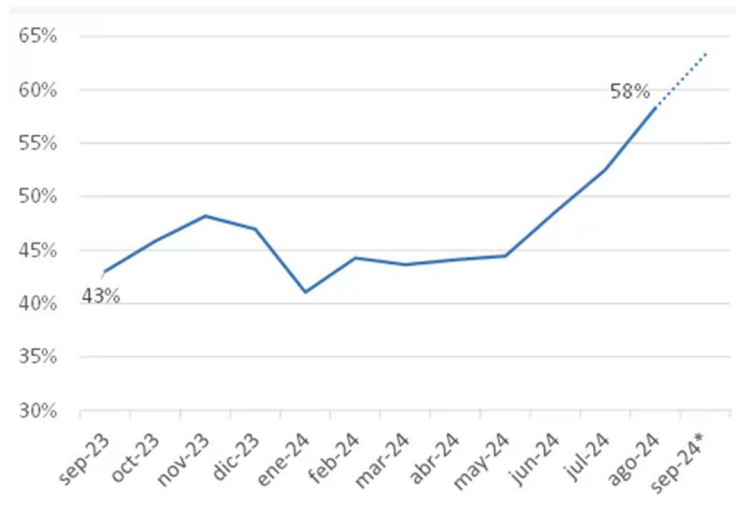
En la web oficial de la Asociación de Bancos Argentinos (ADEBA, 2024) podemos observar los siguientes datos: los préstamos en pesos al sector privado se incrementaron 15,7% en el promedio de mayo de 2024 con respecto a abril en términos nominales. En términos reales, los créditos al sector privado experimentaron la mayor suba en más de 5 años, con un alza del 6,1% en mayo.

Los préstamos comerciales representan el 42%, financiación de tarjeta el 32%, los personales 13% y los préstamos con garantía real el 8% en mayo de 2024. La estructura se mantuvo relativamente estable con respecto al 2023. Esto nos muestra que la actividad bancaria privada sigue en ascenso, mientras que es cada vez más difícil acceder al mercado de capitales para financiación, o son menos las empresas que lo eligen.

Según una nota técnica (ADEBA, 2024), el crecimiento real del crédito al sector privado es del 46% en 4 meses, con un crecimiento promedio del crédito en torno al 10% mensual.

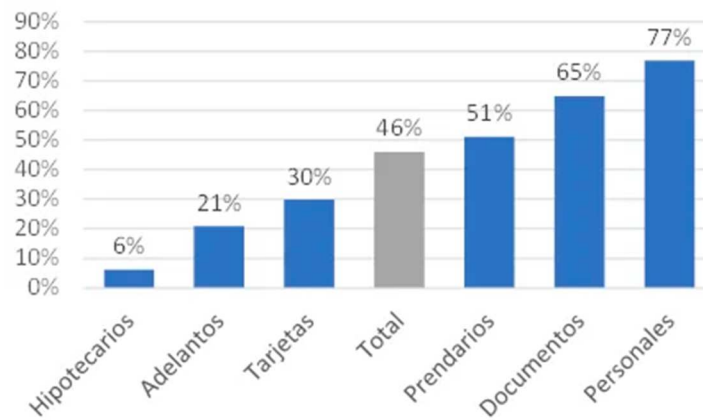
En su opinión el sistema financiero está en condiciones y a disposición para continuar financiando la reactivación económica, atendiendo a aquellos sectores que necesiten recursos para incrementar su producción. En la medida que continúe bajando la inflación y el riesgo país, estos créditos demostrarán aun mayor dinamismo.

Crédito en pesos al sector privado (% de depósitos en pesos al sector privado)



Fuente: ADEBA (2024)

Crecimiento del crédito en términos reales (agosto24 vs abril24)



Fuente: ADEBA (2024)

Capítulo 5: Alternativas de Financiamiento más utilizadas por las empresas en Argentina

Para conocer cuáles son los instrumentos financieros más utilizados en el mercado de capitales en Argentina cuando no se accede a una OPI, se entrevistó un operador de mercado. Su respuesta fue que en la práctica se opta comúnmente por los siguientes instrumentos disponibles: Cheques de pago diferido, Obligaciones Negociables, Pagare Bursátil, Caución (tomadora) y Facturas de crédito electrónicas.

A continuación se definen y explican cada uno de ellos.

Cheques de pago diferido

La descripción de este instrumento se extrae del sitio oficial de la bolsa de comercio de Buenos Aires. El sistema de descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro adelantar su cobro vendiéndolos en el mercado; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos cheques a cambio de tasas de interés futuras (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024).

De esta manera las empresas que tienen cheques a cobrar —por un plazo máximo de 360 días— pueden obtener el importe que resulte, neto de costos, y así conseguir capital de trabajo.

En el mercado de capitales, los cheques de pago diferido cuentan con diferentes segmentos de negociación. En el artículo 5 de la circular Nro. 002 de setiembre 2024 de MAV se expone cuáles son estos segmentos:

- I) Segmento Directo.
 - a) Garantizado.
 - 1) Garantizado por el mercado.
 - 2) Garantizado por Warrants.
 - 3) Garantizado por contratos de compraventa de granos a fijar.
 - b) No Garantizado.
- II) Segmento patrocinado.
- III) Segmento avalado.
- IV) Segmento especial para inversores calificados.

El **segmento avalado** es exclusivo para pymes o personas físicas y de hecho, es un acercamiento de este tipo de empresas al mercado de capitales. En el sistema avalado, la pyme negocia los cheques recibidos de sus clientes a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR).

Para negociar estos cheques a través de una SGR, la pyme deberá incorporarse como socio partícipe. Una pyme puede estar asociada a varias SGR y negociar cheques con todas ellas. Las pymes entregan a la SGR los cheques de pago diferido recibidos de terceros, o los propios según hayan acordado previamente con ésta. Luego son enviados al mercado para su posterior negociación. De esta manera, ante cualquier dificultad de cobro del cheque, la SGR se transforma en el pagador, abonando el monto comprometido.

El agente con el cual se realiza la operación deposita en una cuenta comitente a nombre del beneficiario, los fondos resultantes de la negociación realizada en el mercado para su disposición. La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el librador debe tener fondos suficientes a su orden y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor que compró el cheque en el mercado (MAV, 2024).

Obligaciones Negociables

Las obligaciones negociables son bonos privados que representan valores de deuda de la empresa que las emite. Por lo tanto, para el inversor no implica participación societaria alguna, sino que resulta ser simplemente un acreedor de la sociedad.

Este instrumento fue creado para que las pymes puedan acceder al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, como para la realización de inversiones o el

refinanciamiento de deudas. Muchas empresas recurren a estos bonos para ampliar su capital de trabajo, mejorar tecnología o implementar proyectos de investigación.

Estos valores negociables pueden emitirse bajo dos modalidades: garantizados (avaladas) y bajo el Régimen PyME CNV (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024).

Las emisoras de obligaciones negociables garantizadas están exceptuadas de cumplir con algunos de los requerimientos del régimen informativo, teniendo un “régimen simplificado”. El monto a emitir bajo esta modalidad estará vinculado con el acuerdo que tuviera la pyme para ser avalada por la SGR.

En cuanto a la emisión bajo el Régimen PyME CNV las empresas pueden optar por solicitar la autorización de listado de una sola emisión o de un Programa. En este último supuesto podrán colocarse sucesivas series dentro del plazo máximo de dos años de haberse otorgado la autorización. En ambos casos, el monto máximo nunca podrá superar los \$100.000.000.

Pagaré Bursátil

El vale o pagaré es un título valor que contiene una promesa incondicionada e irrevocable de pagar a una persona determinada llamada beneficiario o tomador una suma determinada de dinero (Suarez, 2022).

Es similar al cheque, pero su plazo máximo es mayor (3 años). Puede ser emitido en pesos o en dólares.

Además de los datos más relevantes para poder operar con este tipo de instrumento, en la CIRCULAR MAV N° 001-2023 (MAV, 2023), se informa que un pagaré bursátil puede librarse en pesos como en dólares (hard dollar), o dollar linked (aunque este último no se utilizó hasta el momento), se puede elegir entre el tipo de cambio BNA Vendedor Billeto o tipo de cambio A3500 de BCRA, a elección del emisor del instrumento. Los pagarés pueden ser avalados, garantizados o no garantizados. Al ser avalado por una S.G.R., mejora las condiciones de financiamiento para las PyMEs (Comisión Nacional de Valores, 2024).

El monto mínimo es de \$ 5.000. Su plazo deberá ser de entre 15 días y 3 años como máximo a contarse desde su fecha de emisión

En el sitio oficial del Mercado de Valores Argentino (MAV, 2024) se visualizan las grandes ventajas que trae aparejado este instrumento de negociación. Es una herramienta óptima tanto para el financiamiento del capital de trabajo, como para proyectos de inversión con foco en el crecimiento y expansión de la empresa. A diferencia de otros instrumentos, el Pagaré Bursátil Electrónico nace directamente en el ámbito bursátil. Esto lo convierte en un instrumento dinámico, emitido 100% de forma digital a través de la plataforma de caja de valores, con mínimos costos de transacción y baja complejidad en cuanto a su estructuración. Al vencimiento del Pagaré, el producido se acreditará en la cuenta del Agente comprador.

Caución Tomadora (si posee activos para dejar en garantía)

En la web de una de las plataformas más utilizadas en Argentina para realizar inversiones online (Balanz, 2024) se describe brevemente lo que es una caución: es una operación financiera garantizada con valores negociables de corto plazo que van desde 1 a 120 días en pesos y en dólares.

Existen dos lados en este tipo de operaciones: colocador y tomador. El colocador le presta dinero al tomador y obtiene una tasa de interés. El tomador, por su parte, pide dinero prestado y entrega en garantía cierta cantidad de valores negociables que serán valuados por el mercado con un aforo. Al vencimiento, el tomador devuelve el capital y paga los intereses devengados al

colocador. Se trata de una operación a plazo firme con garantía del mercado. Algunos de los beneficios que se pueden enumerar sobre este instrumento de financiación son liquidez, rentabilidad, moneda, garantía y volumen.

En una nota que realiza para el diario *Ámbito Financiero* (Rial, 2022) se expone que las cauciones bursátiles son los plazos fijos de la bolsa pero tienen características que los diferencian así como también sus usos.

Se define como un compromiso que se hace en el mercado donde el que quiere obtener un préstamo elige en qué tiempo (las más comunes son a un día y siete días) y pone una tasa (dentro del rango que se negocia en el mercado) y del otro lado quien quiera colocar también pone a qué tasa está dispuesto a prestar esa plata y el plazo, ya sea en pesos o en dólares. Cuando ambas partes coinciden, se concreta la operación.

Como se mencionó anteriormente, quien toma plata va a necesitar títulos bursátiles para dar de garantía de ese préstamo, ya sea acciones, bonos en pesos o en dólares (que sirven también para cauciones en pesos), y quien coloca va a tener que tener el dinero para prestar ya sean pesos o dólares en su cuenta comitente. Si consiguen ponerse de acuerdo con el precio se hace la operación (lo que se negocia es la tasa de interés).

Las principales diferencias con un plazo fijo son que se pueden instrumentar desde un día hasta 120 días, es decir que no es el mínimo de 30 días de un plazo fijo. La segunda gran diferencia es que es una operación que está garantizada por BYMA o MAV que quiere decir que si al finalizar la colocación si quién debe entregar los fondos no los entrega, el mercado responde ejecutando las garantías y entregando el monto, por lo que está completamente asegurada la operación. Por último, las tasas van variando, no como un plazo fijo, y dependen de la oferta y la demanda de ese día.

Las tasas al momento de escribir este trabajo (Octubre 2024) están en torno al 35% de TNA en pesos y al 2% anual en USD. En este último caso el activo en garantía que se pueden usar son bonos en dólares.

Facturas de crédito electrónica

Esta opción es utilizada en menor medida que el resto. El objetivo principal es el impulso al financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas. Su finalidad es desarrollar un mecanismo que mejore las condiciones de financiación de dichas empresas y les permita aumentar su productividad, mediante el cobro anticipado de los créditos y de los documentos por cobrar emitidos a sus clientes y/o deudores, con los que hubieran celebrado una venta de bienes, locación de cosas muebles u obras o prestación de servicios a plazo (AFIP, 2024).

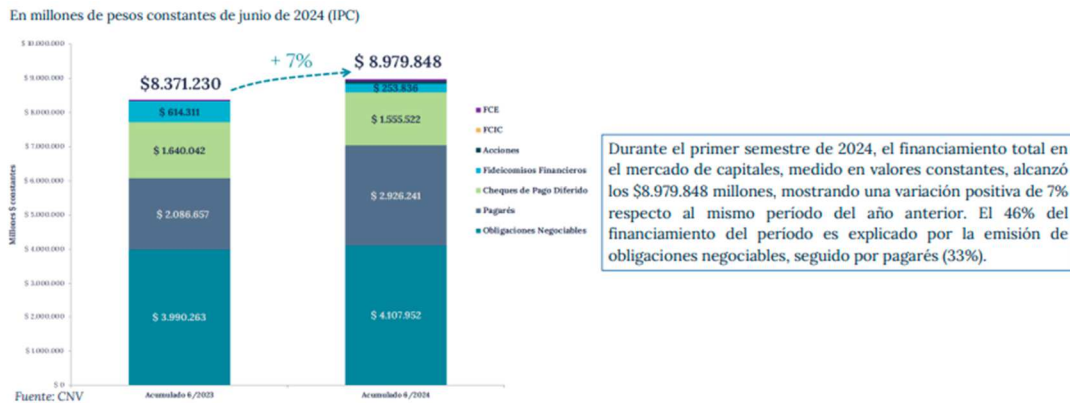
Para entender que es una factura de crédito electrónica, cómo funciona y su impacto como instrumento de financiación, se recuperó una nota referida al crecimiento de las Pymes (EcoJournal, 2023). La factura de crédito electrónica (FCE) es un instrumento financiero creado por ley en 2018. Es una herramienta que permite impulsar el financiamiento de capital de trabajo y mejorar la certeza de cobro para las MiPymes proveedoras de grandes empresas.

Las facturas de crédito electrónicas emitidas por las Pymes pueden ser negociadas como cualquier activo financiero en plataformas digitales que conectan a las pequeñas y medianas empresas con los bancos, quienes pujan por comprar esa factura con distintas propuestas de

descuentos. En base a esto, Pablo Sanucci, CEO y fundador de Invoitrade, plataforma líder en el mercado, explicó que “la FCE es sin duda una herramienta que empodera a las Pymes, porque los bancos van a pujar para comprar sus facturas, con tasas competitivas y visibles para todos”. El gran beneficio de esta operación es que las Pymes pueden financiarse de manera transparente, dentro del sistema financiero y sin generar ningún tipo de deuda, a diferencia del sistema de endoso de cheques. Es decir, al no haber endoso en un cheque, la Pyme no asume ningún riesgo vinculado a la factura que negocia, logrando un financiamiento inmediato y sin riesgos.

Finalmente y para poder graficar la magnitud en números por cada instrumento de financiación, desde el sitio oficial de la Comisión Nacional de Valores se obtienen los informes sobre el total financiado por periodo y por instrumento, se tomó el de junio del año actual, para reflejar la primer mitad del año. Se desprende la siguiente información (Comisión Nacional de Valores, 2024):

Financiamiento total en el mercado de capitales (acumulado por instrumento enero a junio 2024)



Resumen Mensual Emisión Primaria Privada

El financiamiento acumulado entre enero y junio se descompone del siguiente modo:

| Acumulado 2024 | Fideicomisos Financieros | Obligaciones Negociables | Acciones | Cheques de Pago Diferido | Pagars | Facturas de Crédito Electrónicas | FCI Cerrados | Financiamiento Total |
|---|--------------------------|--------------------------|----------|--------------------------|-----------|----------------------------------|--------------|----------------------|
| Valor (Millones \$) | 253.836 | 4.107.952 | 74.574 | 1.555.522 | 2.926.241 | 61.723 | 0 | 8.979.848 |
| Cantidad | 50 | 131 | 2 | 0 | 112.717 | 11.077 | 0 | - |
| TNA promedio (Junio 2024) | 41,2% | 39,7% | - | 42,2% | 45,9% | 34,8% | - | - |
| Var. i.a. (valores constantes junio 2024) | -59% | 3% | - | -5% | 40% | 54% | - | 7% |

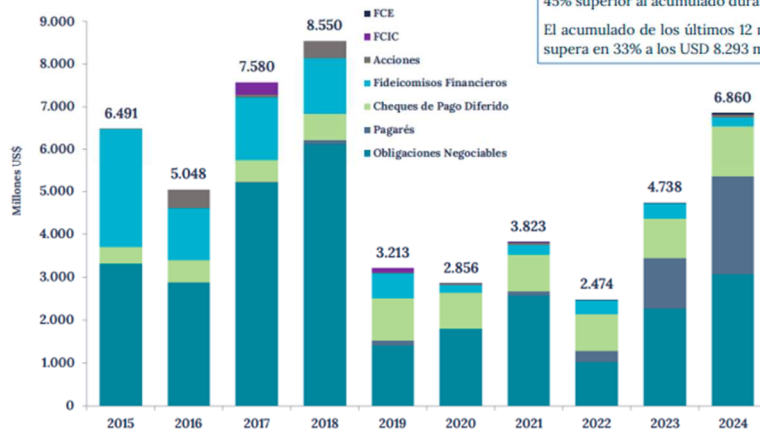
Fuente: CNV (2024)

Financiamiento total en el mercado de capitales (acumulado Anual desde 2015)

Financiamiento total acumulado a junio por instrumento

Años 2015 - 2024

En millones de dólares MEP



En el gráfico se expone el financiamiento acumulado durante la primera mitad del año 2024, expresado en dólares MEP, acompañado por la serie que permite su comparación con los 9 años anteriores.

El financiamiento acumulado a junio 2024 alcanzó USD 6.860 millones, monto 45% superior al acumulado durante el periodo enero-junio de 2023.

El acumulado de los últimos 12 meses se situó en USD 11.016 millones, valor que supera en 33% a los USD 8.293 millones del periodo de doce meses precedente.

Fuente: CNV (2024)

Conclusión

Partiendo de un mercado de capitales con poco desarrollo, más allá de la última ley (2012) donde se hizo foco sobre lo productivo y donde se buscaba incentivar el acceso, sigue siendo una deuda pendiente la profesionalización que debe llevar a cabo una empresa para acceder puntualmente a una OPI.

Si bien el acceso a una OPI trae consigo amplios beneficios, financieros y hasta de posicionamiento, la inversión de recursos internos y externos es alta.

Los directorios de las empresas, que son los que toman la decisión de lanzar o no una OPI, están conformados por personas con diferentes intereses. Más allá de que siempre se busque obtener la ganancia más alta, no siempre se coincide en las formas de llegar a esa meta. La opción de esta herramienta conlleva un elevado nivel de responsabilidad (para mantener informado al accionista) y podría decirse que una pérdida de privacidad. Esto, a nivel político es fundamental. Los entrevistados coinciden con esta afirmación.

Luego de lo visto y descrito en el presente trabajo, se concluye que son varios los factores que afectan la decisión de lanzar una OPI.

En cuanto a factores internos de una compañía, como se mencionó más arriba, uno de los motivos más fuertes parecería ser el político (cuando se cuenta con la estructura administrativa), ya que el control y la pérdida de privacidad es de gran valor para el empresario argentino. Un factor igual de relevante es la inversión económica financiera debido a la asignación de recursos que debería hacerse, el blanqueo y transparencia no solo de información, sino de la nómina de personal, sueldos y contribuciones. Además, debe contar con personal idóneo que genere la información relevante para los accionistas, según los tiempos y formas determinados por el órgano competente.

Se puede mencionar otro factor que es esencial cuando se piensa en el lanzamiento de una OPI y es la liquidez del título. El floating que se vaya a tener, la calificación que se pueda obtener y las herramientas adicionales a las que se pueda acceder para mejorar el precio de la acción al que se pueda operar. El aseguramiento de la existencia de un mercado para su negociación. Por supuesto que existen diferentes herramientas para ayudar con estos procesos como el underwriting o las calificadoras de riesgo, por los que se puede optar. Contar con un título de gran liquidez es altamente deseado y beneficioso para la empresa.

Por otro lado, el posicionamiento de una compañía y la cantidad de financiamiento que necesite, son factores importantes que contribuyen a la toma de la decisión de salir a cotizar en mercado local o externo.

Además de la importancia que representan los motivos relacionados internamente a una compañía, y las individualidades de cada caso, existen factores externos que son igual de relevantes y fueron analizados en este trabajo. En relación a estos últimos se pueden mencionar como los más significativos tanto la historia de nuestro país (con constantes crisis) como la preferencia por la financiación bancaria, los cuales se relacionan estrechamente con el factor cultural, y porque se prefiere la deuda privada.

El lanzamiento de una OPI parecería ser solo para unos pocos. No se toma seriamente en cuenta como opción de financiamiento la oferta pública inicial, debido a todo el esfuerzo e inversión que esto conlleva, más allá de que se cuente con una estructura empresarial de gran tamaño ya que no solo atenta contra la privacidad sino contra la pérdida de control de una compañía. La

valoración de estos sucesos para definir si optar o no por la OPI, dependerá de quien tome la decisión.

Por último, se describen otras alternativas de financiación por las que optan las empresas cuando no acceden a la OPI. Según los operadores de mercado entrevistados, el futuro de las empresas en el mercado de capitales, está ligado a opciones más de corto plazo y de fácil acceso (donde una empresa pueda entrar y salir cuando requiera, dependiendo de los momentos que atravesase a nivel económico financiero).

Bibliografía

Bibliografía

- ADEBA. (29 de Octubre de 2024). Obtenido de <https://www.adeba.com.ar/category/informe-de-bancos/>
- ADEBA. (9 de Septiembre de 2024). Obtenido de <https://www.adeba.com.ar/el-credito-crece-a-tasas-de-dos-digitos/>
- AFIP. (2024). Obtenido de <https://servicioscf.afip.gob.ar/facturadecreditoelectronica/conceptos/caracteristicas.asp>
- Alvarez, J. P. (28 de Agosto de 2024). *Bloomberg Linea*. Obtenido de <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/argentina/un-gigante-de-wall-street-recomendo-comprar-acciones-de-vista-y-dio-cuatro-razones>
- Balanz. (2024). Obtenido de <https://balanz.com/inversiones/cauciones/>
- Banco Central de la Republica Argentina. (4 de noviembre de 2024). Obtenido de https://www.bcra.gob.ar/BCRAyVos/diccionario_financiero_tabla.asp
- Bebczuk, R. N. (2010). *Acceso al financiamiento de las PYMES en Argentina: estado de situación y propuestas de política*. La Plata: CEDLAS. Obtenido de <http://catalogo.econo.unlp.edu.ar/meran/opac-detail.pl?id1=15238>
- Boggiano, M. (28 de Octubre de 2022). *Ambito Financiero*. Obtenido de <https://www.ambito.com/economia/ypf/vista-que-es-la-mejor-accion-argentina-n5569727>
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (4 de noviembre de 2024). Obtenido de <https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/>
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2024). Obtenido de <https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/financiarse/pymes/instrumentos/>
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2024). Obtenido de <https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/financiarse/pymes/instrumentos/>
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2024). Obtenido de www.labolsa.com.ar
- Bolsa De Comercio de Buenos Aires. (2024). Obtenido de <https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/financiarse/como-emitir/>
- Brealey, M. &. (2015). *Principio de Finanzas Corporativas*. New York: McGraw-Hill Interamericana de España S.L.
- BYMA. (23 de mayo de 2017). Obtenido de <https://www.byma.com.ar/noticias/sono-la-campana-del-byma-la-nueva-bolsa-de-valores-argentina/>
- BYMA. (4 de noviembre de 2024). Obtenido de https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/08/BYMA-Reglamento-de-Listado.pdf
- BYMA. (4 de noviembre de 2024). Obtenido de <https://www.byma.com.ar/emisoras/empresas-listadas-2/>

- Carrió, T. (22 de febrero de 2024). *Bloomberg Linea*. Obtenido de <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/argentina/tras-seis-anos-una-empresa-argentina-anuncia-su-salida-a-la-bolsa/>
- Clarín*. (8 de Diciembre de 2016). Obtenido de https://www.clarin.com/economia/articulo_0_rJ8bUIh5vXe.html
- Comision Nacional de Valores*. (9 de Mayo de 2016). Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-662-2016-261176/texto>
- Comision Nacional de Valores*. (2020). Obtenido de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/guia_piac.pdf
- Comision Nacional de Valores*. (2024). Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/economia/inclusion-financiera/necesitas-financiamiento/pagare-bursatil>
- Comision Nacional de Valores*. (Junio de 2024). Obtenido de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_financiamiento_junio_2024_vf.pdf
- Comision Nacional de Valores*. (Junio de 2024). Obtenido de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_financiamiento_junio_2024_vf.pdf
- Comision Nacional de Valores*. (Junio de 2024). Obtenido de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_financiamiento_junio_2024_vf.pdf
- Dapena, J. P. (2009). Rol del Mercado de Capitales en el Crecimiento de la Economía: Literatura y Evidencia para Argentina. *CEMA Working Papers*.
- Dapena, J. P. (2012). *Instrumentos de Inversion y Mercados Financieros*. Buenos Aires: Italgaf, Artes Gráficas.
- Datellis, A. (2014). *Introduccion al Mercado de Capitales en la Argentina*. Moreno: UNM Editora.
- EcoJournal*. (10 de Julio de 2023). Obtenido de <https://econojournal.com.ar/2023/07/como-funciona-la-factura-de-credito-electronica-para-pymes/>
- Economides, N. (1993). *How to Enhance Market Liquidity (Conference on Global Equity Markets)*.
- El Cronista*. (18 de Julio de 2019). Obtenido de <https://www.cronista.com/apertura/empresas/Vista-Oil-Gas-la-petrolera-de-Galuccio-saldra-a-Bolsa-en-Wall-Street-20190718-0014.html>
- El Cronista*. (20 de Diciembre de 2021). Obtenido de <https://www.cronista.com/economia-politica/crisis-del-2001-las-5-claves-para-entender-lo-que-paso/>
- El Economista*. (30 de Septiembre de 2024). Obtenido de https://eleconomista.com.ar/economia/se-extendio-blanqueo-2024-7-claves-sobre-prorroga-cuando-termina-n78012#google_vignette

- Fanelli, J. M. (2008). Macro Volatility and Financial Institutions. *Centro de Estudios de Estado y Sociedad*.
- Gimenez, J. (3 de octubre de 2023). *Chequeado.com*. Obtenido de <https://chequeado.com/el-explicador/informalidad-laboral-en-la-argentina-datos-y-razones-de-un-fenomeno-en-aumento/>
- Guzman, M. T. (Octubre de 2023). *Fundar*. Obtenido de https://fund.ar/wp-content/uploads/2023/10/Fundar_asignacion-de-liquidez-y-politica-monetaria-CC-BY-NC-ND-4.0-2.pdf
- Guzman, M. T. (10 de Octubre de 2023). *Fundar*. Obtenido de <https://fund.ar/publicacion/asignacion-de-liquidez-y-politica-monetaria/>
- Litvinoff, N. (7 de Mayo de 2024). *La Nacion*. Obtenido de <https://www.lanacion.com.ar/economia/tres-errores-del-dinero-que-comenten-los-argentinos-nid07052024/>
- Manfredi, M. (20 de Diciembre de 2021). *TN*. Obtenido de <https://tn.com.ar/economia/2021/12/20/historias-desde-la-bolsa-a-20-anos-del-corrallito-como-era-operar-en-el-mercado-durante-la-mayor-crisis-economica-de-la-historia-argentina/>
- MARVAL. (14 de Marzo de 2019). Obtenido de [https://www.marval.com/novedad/bioceres-argentina-sa-completo-el-lanzamiento-de-bioceres-crop-solutions-corp-en-la-bolsa-de-nueva-york-3866?lang=es#:~:text=%E2%80%93comenz%C3%B3%20a%20cotizar%20en%20la,de%20Nueva%20York%20\(NYSE\)](https://www.marval.com/novedad/bioceres-argentina-sa-completo-el-lanzamiento-de-bioceres-crop-solutions-corp-en-la-bolsa-de-nueva-york-3866?lang=es#:~:text=%E2%80%93comenz%C3%B3%20a%20cotizar%20en%20la,de%20Nueva%20York%20(NYSE))
- MATBAROFEX. (2019). Obtenido de https://matbarofex.com.ar/ReporteSustentabilidad_MtR_2019.pdf
- MAV. (2023). Obtenido de https://www.mav-sa.com.ar/uploads/tx_sbdownloader/Circular_Pagare_001-2023.pdf
- MAV. (6 de Septiembre de 2024). Obtenido de https://www.mav-sa.com.ar/uploads/tx_sbdownloader/06-09-2024_Circular_CPD_MAV.pdf
- MAV. (2024). Obtenido de <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/pagare-bursatil/>
- Molfino, N. (2024). Inversor Inicial. *Inversor Inicial- Matba Rofex School*.
- Molinos Agro. (4 de noviembre de 2024). Obtenido de <https://www.molinosagro.com.ar/quienes-somos>
- Moody's. (2024). Obtenido de <https://es.ratings.moody's.io/ratings>
- Morales, F. C. (18 de Octubre de 2023). *Rankia*. Obtenido de <https://www.rankia.com/diccionario/bolsa/capital-flotante-free-float>
- Naishtat, S. (18 de Noviembre de 2018). *Clarín*. Obtenido de https://www.clarin.com/economia/planes-bioceres-desembarco-wall-street_0_6vzC9oUVs.html?srsltid=AfmBOoq61ziHcu7ZtD2d6B4372KyHCPalf9IA9hDbcX4In8MFRPqyQbi

- Paz, J. (13 de septiembre de 2024). *Chequeado*. Obtenido de <https://chequeado.com/el-explicador/crisis-del-empleo-formal-en-la-argentina-las-causas-detras-del-fenomeno/>
- Porcella, V. (24 de Septiembre de 2024). *Infobae*. Obtenido de <https://www.infobae.com/economia/2024/09/24/el-gobierno-apuesta-a-la-suba-record-de-depositos-por-el-blanqueo-espera-mas-de-usd-5000-millones-en-los-proximos-dias/>
- Rial, S. (4 de Diciembre de 2022). *Ambito Financiero*. Obtenido de <https://www.ambito.com/finanzas/caucion/bursatil-que-es-y-como-funciona-el-instrumento-que-permite-hacer-un-plazo-fijo-1-dia-n5598748>
- Rojas, J. (2015). *Financiamiento público y privado para el sector PyME en la Argentina*. Obtenido de http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0355_RojasJ.pdf
- Sanguinetti, A. (7 de junio de 2019). *IProfesional*. Obtenido de <https://www.iprofesional.com/negocios/293555-una-empresa-de-juegos-de-azar-sale-a-cotizar-en-el-mercado-bursatil-local>
- Smink, V. (2 de diciembre de 2021). *BBC News Mundo, Argentina*. Obtenido de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-59494504>
- Suarez, C. (6 de Marzo de 2022). *Garcia Alonso Contenidos Juridicos*. Obtenido de https://garciaalonso.com.ar/blog/juicio-ejecutivo-y-pagare/?srsltid=AfmBOoq_WwIP-QGy3k-MbzWz-a0AcMbv_guhnU8_W579ZOGfOgqJglvk
- Tapia, G. (2013). Sobre las Calificadoras de Riesgo. *Enfoques*, 55-63.
- Wasilevsky, I. (2012). *El mercado de capitales y su función en la economía*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- www.labolsa.com.ar*. (2024). Obtenido de www.labolsa.com.ar.
- Zuiviría, F. M. (2005). Financiación Empresarial y Contrato de Underwriting. *Austral*.