



**DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITAL DE RIESGO (O CAPITAL
EMPRENDEDOR) Y OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA LAS
PYMES A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES**

Trabajo elaborado por la Facultad de Ciencia Económicas de la Universidad Católica
Argentina para la Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Julio 2011

Equipo de trabajo : Dra Alicia Caballero, Dr Félix Helou, Lic Pablo Souto,
Lic Carla Bonahora, Ing Federico Molina

INDICE

1. Introducción. Objetivos del trabajo.

2. Algunas consideraciones acerca de la industria de capital de riesgo en el mundo
 - 2.1. Motivos para su impulso: relación entre capital de riesgo y PBI
 - 2.2. Tipos de instrumento para su desarrollo
 - 2.3. Dos ejemplos exitosos : Israel (Yozma) y Reino Unido
 - 2.4. Mercado de capital propio (equity) para empresas de menor tamaño relativo
 - 2.4.1. Segundos y terceros mercados
 - 2.4.2. Criterios compartidos
 - 2.4.2.1 Nasdaq Capital Market
 - 2.4.2.2 EURO.MN
 - 2.4.2.3 Alternative INVESTMENT Market (Londres)
 - 2.4.2.4 Newer Market (Alemania)

3. Situación actual de la industria de capital de riesgo en Argentina.
 - 3.1. Fondos que operan: breve relevamiento de la tipología imperante

4. Presentación y descripción de diferentes Instrumentos para el acceso de las PYMES al Mercado de Capitales a partir de un abordaje paulatino.
 - 4.1. Fondo de ON de Pymes (renta fija), que ya tienen vinculación con la Bolsa por operatorias de descuento de cheques
 - 4.2. Fondo de acciones preferidas de pymes establecidas que combina renta fija con variable (incluye call options)
 - 4.3. Fondos de activos con características de Quasi –Equity de pymes establecidas
 - 4.4. Fondo de Acciones de Pymes establecidas, con mecanismos para mitigar riesgo del portfolio
 - 4.5. Fondo de Acciones de empresas con alto potencial, en estadios iniciales, utilizando programas de Mincyt para incentivar a los inversores

5. Desarrollo de la Estrategia para la implementación de los instrumentos, en cuanto a tiempo y prioridades. (Este punto incluye el relevamiento de la opinión de operadores del mercado)

6. Desarrollo de los Procedimientos necesarios para implementar uno o varios de los Instrumentos propuestos. Análisis de alternativas para mitigar problemas detectados (falta de liquidez, confiabilidad de la información, costos fijos para la pyme, etc)

**DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITAL DE RIESGO
(O CAPITAL EMPRENDEDOR) y DE OTROS MECANISMO DE FINANCIAMIENTO
PARA PyMEs
A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES**

1. Introducción

El acceso al financiamiento es uno de los temas clave para el nacimiento y desarrollo de nuevas empresas. Las empresas son las encargadas de “crear valor” a través de procesos de innovación que requieren una actitud emprendedora. El desarrollo exitoso de la empresarialidad en un país requiere de la existencia de fuentes de financiamiento. Es clave la presencia de agentes que “apuesten” a una empresa nueva, invirtiendo, compartiendo riesgos y beneficios.

El objetivo original de este trabajo era investigar el mercado de Capital de Riesgo para PyMEs en Argentina, teniendo en cuenta la experiencia internacional, con el propósito de formular sugerencias para que, desde el Mercado de Capitales, se intensificara el uso de este factor clave para la creación y el desarrollo de las empresas dinámicas. Adicionalmente, y en el camino de la elaboración de este documento, y de las múltiples instancias relevadas, se consideró importante incluir no sólo esquemas de financiamiento por la vía del capital, sino también a través de la deuda.

El trabajo se estructuró en dos partes. En la **primera parte** se describen algunas consideraciones acerca de la industria de capital de riesgo en el mundo, las iniciativas de políticas públicas para su desarrollo, destacando aquellos ejemplos que resultaron exitosos. También se describe la vinculación entre los fondos de capital de riesgo y el mercado de capitales. Por último se expone la situación actual de la industria de capital de riesgo en Argentina.

En la **segunda parte**, se describen algunos instrumentos que, paulatinamente, pueden ir acercando al inversor al riesgo de colocar sus excedentes financieros en una pyme o start up, y se proponen mecanismos para mitigar barreras estructurales que, desde siempre, han conspirado contra el acceso al mercado de capitales por parte de las empresas de menor tamaño relativo. Es claro que resulta más fácil la creación de vehículos, que el acercamiento a de las pymes y proyectos al mercado de capitales.

2. Industria del capital de riesgo en el mundo

Inicialmente caben algunas definiciones. El **Capital de Riesgo** es una forma de financiamiento, desarrollada por entidades especializadas, consistente en la aportación de capital (fondos propios) de forma temporal (3-5 años) y generalmente minoritaria a empresas no financieras, de naturaleza no inmobiliaria y que no coticen en primeros mercados de valores. Tiene por objeto contribuir al desarrollo y expansión de la empresa (capitalizarla, profesionalizarla y asesorarla) para que su valor aumente rápidamente.

El financiamiento con Capital de Riesgo es adecuado para las primeras etapas de la empresa y es el mecanismo de financiamiento que más se adapta a las características de los nuevos emprendimientos, debido a que no se requieren garantías reales, el empresario mantiene el control, hay apoyo a la gestión empresarial y asistencia técnica de inversores de mayor experiencia. Al compartir el riesgo y participar en el capital, el retorno es elevado.

En resumen, los elementos del Capital de Riesgo son:

- Inversión de capital en compañías que aún no cotizan en Bolsa.
- Inversión a mediano y largo plazo (2/7 años) en compañías con elevado potencial de crecimiento o de crecimiento rápido (rentabilidad esperada muy elevada, superior al 30%, y un riesgo muy importante).
- salida potencial de la inversión a través de la Bolsa

La industria de **Capital de Riesgo** (CR) nace en los años cuarenta en EE.UU., donde las familias adineradas fueron inicialmente la fuente principal de recursos. No obstante, el período de acelerado crecimiento de esta industria comenzó a fines de los años setenta, basado en la participación de las instituciones financieras y en los cambios en la regulación de los fondos de pensión, quienes fueron autorizados a asignar el 5% de sus recursos a las inversiones de riesgo. El proceso fue acompañado por la expansión significativa de la demanda de financiamiento, originada en la revolución de la microelectrónica y las oportunidades de negocios de base tecnológica en los años noventa.

Dos aspectos del CR merecen ser destacados:

- El CR facilita **financiamiento estable** a las empresas.
- El CR ayuda a resolver situaciones conflictivas, tales como facilitar la **sucesión o la adquisición** entre accionistas.

El desarrollo de la industria de capital de riesgo en el mundo ha ocurrido de manera diferente en cada país, pero en todos los casos se combinaron esfuerzos públicos y privados.

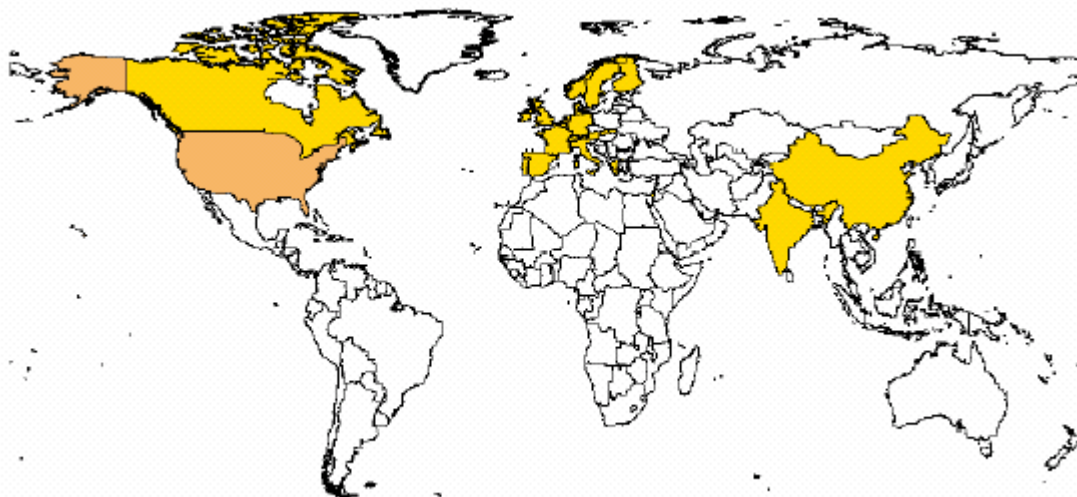
El éxito del desarrollo del CR de los EE.UU. atrajo a otros países de la OCDE que intentaron imitarlo, tales son los casos del Reino Unido, Holanda, Francia, España, Italia y Alemania. Existen ejemplos exitosos como el de Israel, en los años noventa y actualmente, el de China.

El peso de los EE.UU. en la industria de CR, combinado con el uso extensivo de la tecnología, ha permitido a una economía ya madura y rica, mejorar su renta y nivel de vida sobre la mayoría de las otras economías avanzadas. Las estadísticas más

recientes demuestran que los EE.UU. participan con el 66% en la industria de CR en el ámbito mundial. En conjunto, EE.UU., Europa, China e Israel representan el 97% del CR invertido, mientras Canadá e India ocupan el 3% restante.

El gráfico siguiente muestra los países con mayor participación en el sector mundial del CR.

LOS PAÍSES CON MAYORES INVERSIONES EN CAPITAL RIESGO, 2009.



Fuente: Ernst & Young (2008/2009) Venture Capital Insights Report.

En la experiencia europea, el concepto de CR adquiere la forma de una inversión de riesgo, que proporciona capital a empresas privadas que no cotizan en el mercado accionario. El CR se estableció en Europa hace más de 20 años, y se encuentra más desarrollada en el Reino Unido (RU) y en Holanda, mientras que en Francia, Alemania e Italia, es de una escala más limitada, que no refleja la importancia económica de estos países. La industria de CR está surgiendo en algunos países de Europa Central, en forma limitada.

En proporción con su Producto Bruto Interno (PBI), EE.UU. se sitúa claramente por encima de la media mundial en inversión en capital riesgo, tanto en fases iniciales como en las de expansión-sustitución.

El sector del CR experimentó en el año 2000 un boom hasta entonces sin precedentes que finalizó con la explosión de la “burbuja bursátil” en los mercados de valores tecnológicos. Durante los cuatro años siguientes, las inversiones globales en capital riesgo descendieron, para aumentar de nuevo en 2005 hasta alcanzar los niveles del año 2000 y continuar creciendo en 2006.

La crisis provocada por las hipotecas de alto riesgo en EE.UU. afectó en el 2007 y continúa afectando a las distintas actividades financieras entre las que se encuentra el CR. Sin duda, la menor disponibilidad de deuda afectó al cierre de grandes operaciones cuyo dinamismo hasta agosto 2007 contribuyó a que el sector de CR alcanzara niveles de inversión por encima de los del año 2000.

China y la India son los destinos geográficos con mayor crecimiento esperado en este tipo de inversiones en los últimos años. Los sectores de mayor atractivo para los

inversores mundiales de CR son los de telecomunicaciones, biotecnología, tecnologías de la información y energías alternativas.

2.1. Motivos para su impulso: relación entre capital de riesgo y PBI

La importancia del capital de riesgo radica en su capacidad para impulsar el desarrollo de empresas innovadoras o de elevado dinamismo, de modo que éstas sean capaces de alcanzar su potencial y generar empleo y crecimiento. De esa manera, la presencia de un inversor de riesgo en el capital de una empresa genera un efecto positivo sobre la misma, lo que se traduce en un crecimiento superior de la empresa y, por lo tanto, en un impacto económico en la zona donde se desarrolla su actividad.

En diversos estudios econométricos se describe una relación positiva con el **crecimiento económico**. Un análisis reciente¹ considera que un incremento en las inversiones en capital riesgo en torno al 0,1% del PBI contribuye al aumento de un punto porcentual en el crecimiento económico real.

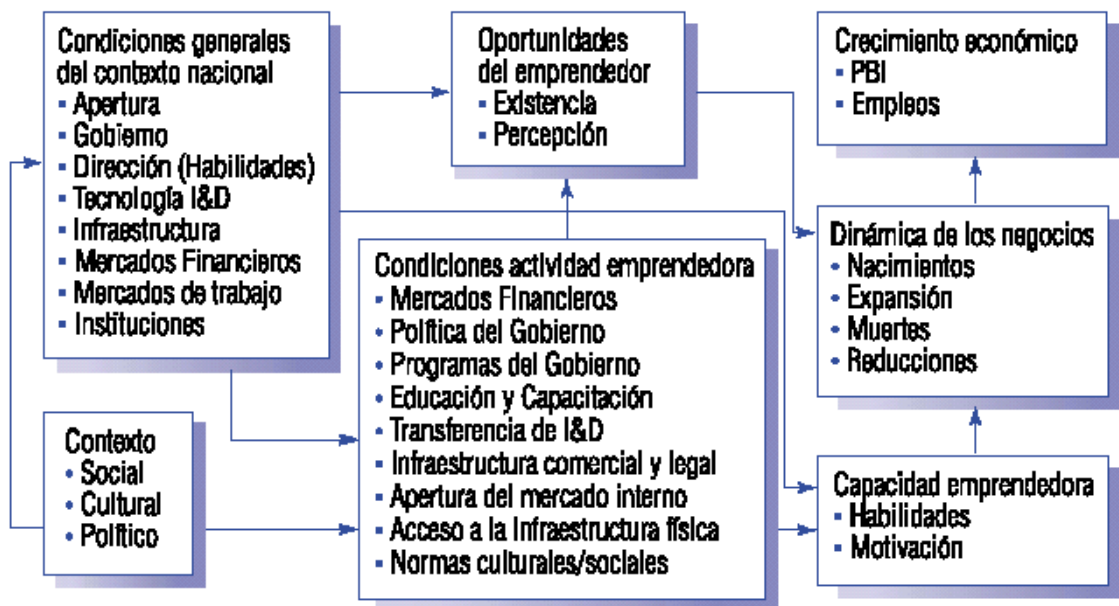
El CR está directamente vinculado a la actividad emprendedora.

El Global Entrepreneurship Monitor (GEM) fue creado en 1997 como una iniciativa de investigación conjunta por Babson College de EE.UU. y London Business School de Inglaterra. El objetivo central era reunir a los mejores especialistas en entrepreneurship (empreendedorismo) del mundo para estudiar la compleja relación entre entrepreneurship y crecimiento económico. Argentina es miembro desde el año 2000.

El GEM indica que existe una relación sistemática entre el nivel de desarrollo económico de un país y su nivel y tipo de actividad emprendedora. Los países con PBI per capita similar tienden a exhibir niveles similares de actividad emprendedora, mientras que existen diferencias significativas en países con distintos niveles de PBI per capita. En los países con bajos PBI per capita, la estructura industrial es caracterizada por el predominio de pequeñas y medianas empresas. En países con PBI per capita mayores, la industrialización y las economías a escala permiten el establecimiento de empresas más grandes para satisfacer la creciente demanda de sus mercados y, de esa manera, aumentar su papel relativo en la economía.

El GEM señala que el crecimiento económico es una función de dos grupos paralelos de actividades interrelacionadas: a) aquellas asociadas con las firmas más grandes y ya establecidas, y b) aquellas relacionadas directamente con el proceso emprendedor. Pruebas empíricas han demostrado que las transacciones entre grandes firmas explican sólo una parte de la variación en el crecimiento económico. El proceso emprendedor parece explicar una porción significativa en la prosperidad económica de los países. Este proceso se muestra en la siguiente figura.

¹ «*Venture Capital in Europe: Spice for European Economies*» T. Meyer, Deutsche Bank Research. October 2006



Fuente: Center for Entrepreneurship IAE Business School University Austral en base a GEM

Cuando se logra el crecimiento económico sostenido, el papel desempeñado por el sector emprendedor aumenta, dado que más individuos tienen recursos para entrar al negocio en un ambiente económico más estable que permite la explotación de oportunidades. Por esta razón, en economías de ingresos altos, los nuevos emprendimientos gozan de una ventaja competitiva. La actividad emprendedora también depende de características demográficas, culturales e institucionales de cada país.

La industria de Capital de Riesgo, requiere del mercado de capitales para expandirse y contribuir así al crecimiento de múltiples empresas con potencial.

2.2. El capital de riesgo y sus tipos

Existen distintas formas de capital de riesgo de acuerdo a la etapa en la vida de la empresa en la que se produce la inversión:

1ª etapa: Capital Semilla

El **Capital Semilla** (Seed Capital) se asocia a la cantidad de dinero necesaria para iniciar una empresa. Constituye la inversión necesaria para cubrir los costos de creación de la empresa, compra de activos y capital de trabajo hasta alcanzar el punto de equilibrio, es decir, el momento a partir del cual la empresa ya genera suficientes ingresos como para cubrir sus costos.

Generalmente esta inversión se utiliza como capital de trabajo, para adquirir equipos, desarrollar prototipos, lanzar un producto o servicio al mercado, proteger una innovación, etc. No se utiliza para cancelar deudas ni para comprar acciones de los socios fundadores.

En casi todos los casos, son los mismos emprendedores junto a sus familiares y amigos quienes aportan ahorros, venden activos o toman deuda personal (ej. crédito

personal o tarjetas de crédito). Las fuentes de capital en esta etapa son las “3 F”, por sus siglas en inglés, ya que el dinero proviene de la familia (family), de amigos (friends) y de “tontos” (fools) que apuestan a la idea y al emprendedor. Puede provenir también de un subsidio estatal, en casos de países que priorizan la innovación en algunos sectores, o de un Inversor Ángel (AI)

Se ha extendido el concepto de capital semilla a la primera inversión externa que recibe una empresa, pues también se consideran oportunidades de inversión en empresas ya establecidas que requieran de nuevos aportes de capital para generar un alto crecimiento, en forma de patrimonio o participación. En Latinoamérica esta acepción es particularmente importante.

En resumen, el Capital Semilla se encuentra orientado a las etapas iniciales de un emprendimiento o bien a una instancia de “relanzamiento”, por ejemplo a partir de un cambio generacional. Los Fondos de Capital Semilla pueden prestar una estructura de formal a los **Angeles Inversores**, creando un esquema más adecuado culturalmente para enfrentar los riesgos de una inversión². En los países y regiones en los cuales el mercado informal se desarrolla, es habitual que se organicen redes de AI, que constituyen canales de comunicación entre empresarios e inversores. Esto facilita el desarrollo de la Industria de Capital de Riesgo.

En Argentina, como se explicó en el apartado anterior, se trata de una modalidad con escaso desarrollo

2ª etapa: Capital de Riesgo Clásico (o Capital Emprendedor)

a) Capital de Start-Up

Es el capital aportado a empresas para que inicien sus operaciones productiva, administrativa y comercial.

Tanto en la 1ª etapa de Capital Semilla como en el Capital de Start-Up de la 2ª etapa suelen existir instituciones que cobijan a las empresas en lo que se llama **incubadoras**, quienes brindan apoyo logístico en aspectos administrativos y asesoría en la gestión. La existencia de incubadoras puede contribuir al desarrollo del sector, ya que promueve el desarrollo de nuevos proyectos que son potenciales sujetos de crédito tanto para fondos de Capital Semilla como de Capital de Riesgo.

b) Capital de Desarrollo Temprano o Early Stage Capital

Es el capital aportado a empresas que ya han comenzado su introducción en el mercado, pero aun se encuentran en etapas tempranas de desarrollo.

Este paso en la 2ª etapa es lo que de manera clásica se ha ligado a la labor de instituciones de Capital de Riesgo o Venture Capital (VC). Sin embargo, en algunos países con mercados poco desarrollados, estas instituciones basan su accionar en empresas más maduras aportando sólo Capital de Desarrollo (etapa siguiente).

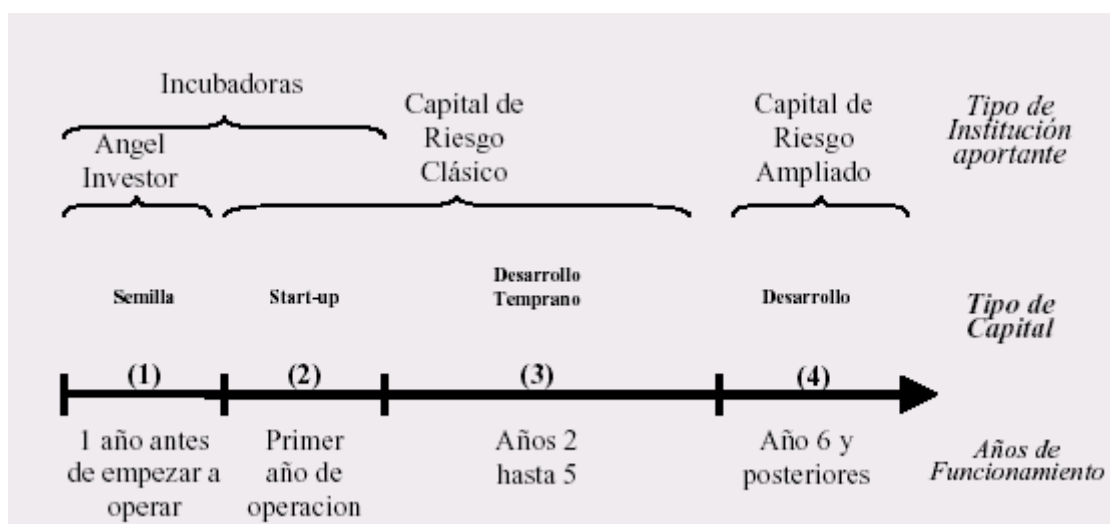
² Un ejemplo de esta modalidad en Argentina es el Fondo Ilex, iniciativa conjunta entre el BID / Fomin y un grupo de inversores privados

3ª etapa: Capital de Riesgo Ampliado

Capital de Desarrollo o Expansión (Development Capital) o Private Equity (PE) es el capital aportado a empresas con historia que se encuentran en un punto de inflexión en su desarrollo-crecimiento, ya sea por requerir ampliar plantas productivas o explorar nuevos mercados, o incluso para financiar un cambio en la estructura propietaria. Suele llamarse también “**Sustitución**” por tratarse de adquisición de acciones existentes en poder de otra entidad de capital riesgo o de otro accionista o accionistas antiguos para financiar el cambio. Pueden distinguirse diversas modalidades tales como **Management Buy Out (MBO)** o adquisición de una empresa por gerentes e inversores externos, **Management Buy In (MBI)** o adquisición de una empresa por sus gerentes e inversores-, **Leverage Buy Out (LBO)** o adquisición de empresas con capital de terceros, etc.

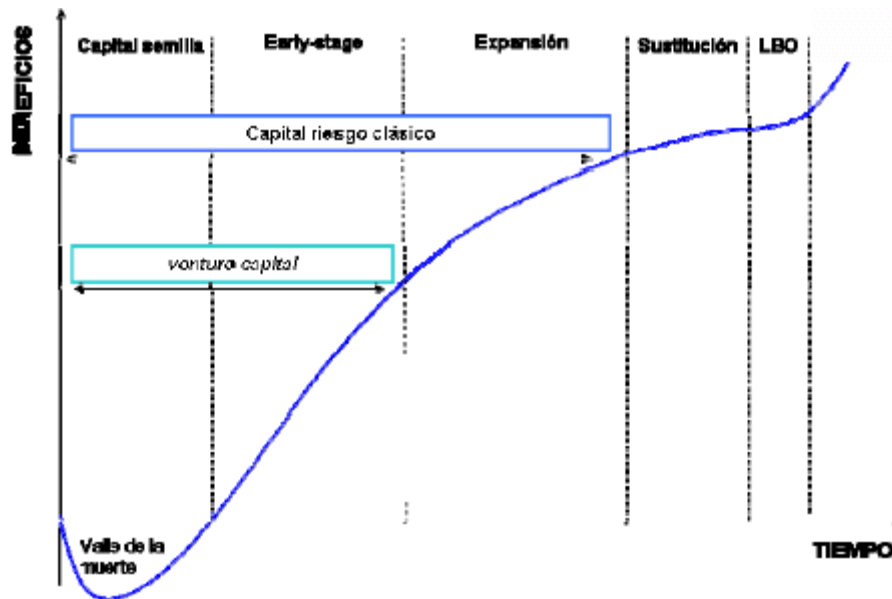
A esta versión de Capital de Riesgo se la denomina Capital de Riesgo “ampliado” y en lo subsiguiente se hablará de Venture Capital y Private Equity de forma indistinta, pese a que expresan modalidades de inversión diferenciadas.

FORMAS DE CAPITAL DE RIESGO SEGÚN LAS ETAPAS DE LA INVERSIÓN

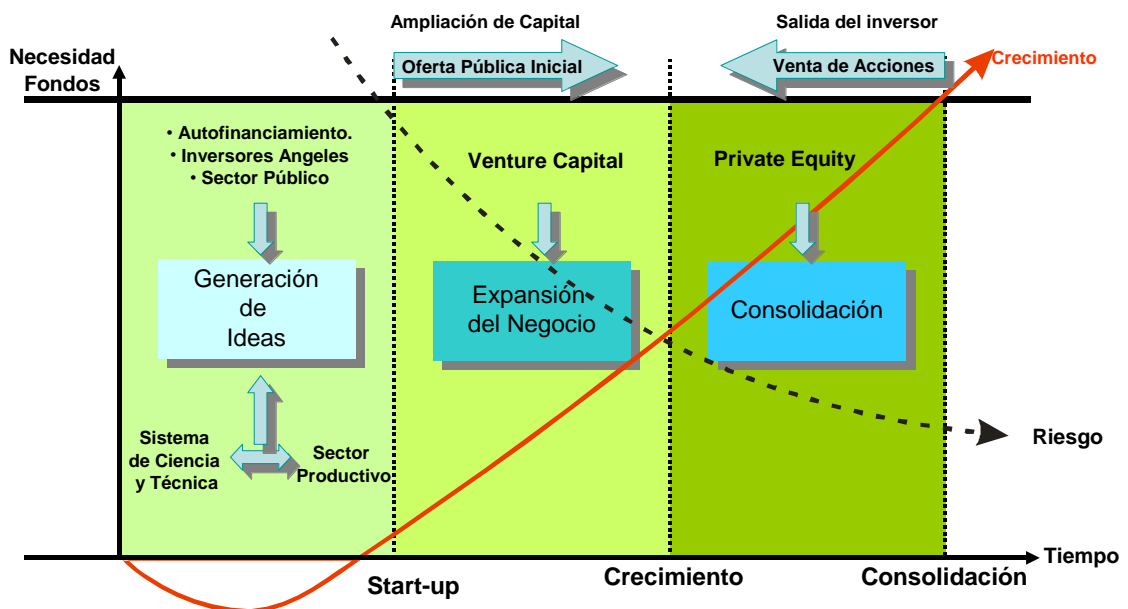


Fuente: Raúl Alée G. (2002) Programa Doctoral Universidad de Lleida (Chile)

Clasificación del capital riesgo o private equity según la etapa de desarrollo de la empresa.



Fuente: European Venture Capital Association



Fuente: CNV

2.2. Tipos de instrumentos para su desarrollo

Instrumentos para el desarrollo del CR:

La metodología empleada por la OCDE para impulsar la industria de capital de riesgo en sus países miembro se basa en cinco instrumentos:

- Programas de financiamiento con capital
- Incentivos fiscales
- Regulaciones sobre inversión
- Creación de redes de Ángeles Inversores
- Creación de segundos mercados de valores

Participación del Estado

Iniciativa Privada

En los últimos años las políticas públicas aplicadas a esta industria se han desplegado con fuerza en países como Canadá, Israel e India, y de forma más incipiente en los países del Sudeste Asiático y de Europa Central. Los estudios realizados por la OCDE sobre experiencias de fomento de la industria de CR revelan la existencia de una amplia gama de iniciativas que se orientan tanto a la oferta como a la demanda de capital, tales como préstamos, aportes, incentivos fiscales, etc.

a) Programas de financiamiento con capital

Se trata por lo general de programas de financiamiento llevados a cabo por el Estado a favor de las PyMEs centrados mayoritariamente, en empresas en desarrollo y en bienes intangibles. La mayoría de estos programas se orientan a estimular el espíritu emprendedor.

b) Incentivos fiscales

Los incentivos fiscales para el Capital de Riesgo se presentan generalmente en dos formas:

- 1) Incentivos previos (front-end incentives) en los cuales el inversor recibe crédito fiscal en su impuesto a las ganancias gracias a sus inversiones calificadas (qualifying investments)
- 2) Incentivos retroactivos (back-end incentives) en los cuales el inversor recibe por sus inversiones descuentos en su impuesto a las ganancias de capital. El primer tipo de incentivos premia a todos los inversores, mientras que el segundo tipo premia únicamente a los inversores que resultan exitosos.

c) Regulaciones sobre inversión

Se promueve la existencia de regulaciones que faciliten la búsqueda de fondos de financiamiento externos a través de fondos de capital fijo y la estabilización de la organización jurídica para remover las trabas a radicación de empresas.

La existencia de un marco legal específico para los fondos de capital de riesgo, si bien no es prioritaria dada la experiencia de Israel, es considerada crucial, puesto que de su ausencia se desprenden un alto grado de informalidad, falta de transparencia y fallas en la información.

d) Creación de redes de Ángeles Inversores

Las Redes de Ángeles Inversores (AI) son grupos de inversores de capital privado de distinta experiencia empresarial y cultural, procedentes de diferentes industrias, quienes buscan la diversificación de sus carteras de inversión y la reducción del riesgo. Los AI coinciden en su interés en invertir tiempo y dinero en empresas en su fase más temprana, tienen experiencia de negocios como fundadores o CEOs, y poseen dotes empresariales en lo referido a finanzas, marketing, ventas, investigación y desarrollo, ingeniería, recursos humanos y operaciones.

El apoyo a Redes de Ángeles Inversores de ámbito local, así como las acciones para identificar y motivar potenciales inversores privados son promovidos y alentados por universidades, incubadoras de empresas, parques y polos tecnológicos. El País Vasco, por ejemplo, ofrece también subsidios para fomentar la creación de estas redes.

e) Creación de segundos mercados de valores

Una cuestión importante y básica a la hora del desarrollo de la industria de CR, es la posibilidad de "salida" de las inversiones. Es decir, la industria requiere un mercado capaz de dar liquidez, facilitando que los capitalistas de riesgo puedan devolver los fondos a sus inversores institucionales, reciclando sus ganancias. En este sentido, los mercados secundarios de valores se convierten en actores cruciales para "ventures" y empresas de base tecnológica, sin los cuales las otras políticas gubernamentales sobre el CR tendrían un impacto limitado.

En este trabajo se presentan algunas alternativas para vincular directamente el mercado de capitales a las empresas de menor tamaño relativo, lo que podría constituir una posibilidad de salida para los fondos de capital de riesgo.

2.2.1. Forma de Estructuración

En Estados Unidos, la mayoría de los Fondos de Capital de Riesgo se constituyen como "Limited Partnerships" (el equivalente anglosajón de una Sociedad en Comandita para el derecho continental europeo). Tienen una duración limitada, que marca el plazo de las inversiones, a cuyo vencimiento será liquidado y repartidas las utilidades en la forma convenida (su plazo de duración oscila en los 10 años). Se conocen como el mercado formal de Capital de Riesgo. Tienen dos categorías de socios:

a) Limited partners

Son socios con una responsabilidad limitada al aporte que efectúan. Son quienes aportan el capital para invertir y fijan las pautas a que deberán someterse los general partners. Recibirán, por lo general, un 80% de las utilidades.

b) General partners

Son socios gestores (ejecutivos o gerentes), que aportan conocimiento, experiencia y trabajo profesional; responden en forma ilimitada por las obligaciones sociales. Administran los fondos y los invierten en proyectos, según instrucciones de los limited partners. Monitorean el avance de las inversiones y resuelven e instrumentan la salida, que permita recuperar la inversión y obtener un retorno adecuado.

En un contrato de Capital de Riesgo intervienen tres actores:

Primero, la **Administradora de los fondos**, quien tiene la función de colocar los fondos en proyectos, evaluándolos, seleccionándolos, asesorándolos en la gestión y haciendo un seguimiento del uso de los dineros aportados y de los resultados de cada proyecto. Por esta labor, normalmente cobran una comisión fija, más una renta variable que es función de la rentabilidad del fondo.

Segundo, los **Aportantes del fondo**, quienes pueden ser inversionistas individuales o institucionales, y aportan recursos al fondo a cambio de una rentabilidad variable obtenida una vez que las inversiones en las empresas sean liquidadas.

Y tercero, los **Emprendedores**, quienes proponen los proyectos y son, a su vez, socios fundadores y gestores. Normalmente la relación de los Emprendedores es con la Administradora, y casi nunca tienen contacto con los Aportantes.

La existencia de vehículos para estructurar fácilmente este tipo de fondos, así como un mercado de capitales lo suficientemente desarrollados para permitir la salida de las

empresas invertidas son dos elementos cruciales para fomentar la industria de capital riesgo en un país.



2.3 Dos ejemplos exitosos: Israel (YOZMA) y Reino Unido

2.3.1. Israel

En Israel el CR y el empresariado de base tecnológica se desarrollan sobre una fuerte base de material preexistente, aportada por el desarrollo de la industria de la tecnología avanzada, que se inició a partir de 1967, impulsada por el sector militar. Durante los años setenta y ochenta se consolidó con el apoyo de la I+D civil y mediante subsidios otorgados por la Office of the Chief Scientist.

Su evolución histórica aportó un conjunto de condiciones preliminares básicas:

- Veinticinco años de experiencia en la industria de tecnología avanzada.
- Empresariado tecnológico abundante ya en los años ochenta.
- Disponibilidad de mano de obra altamente calificada.
- Vínculos con los EE.UU.
- Apoyo masivo del gobierno a la investigación y desarrollo.

Según varios observadores un factor importante en desencadenamiento del proceso fue la creación de YOZMA. Esta empresa, propiedad del gobierno de Israel, contaba con un capital total de US\$ 100 millones, y creó diez fondos especializados (YOZMA Funds), con socios extranjeros de relevante experiencia en el campo del CR (Advent, Walden, Oxtan, China Ventures y Star); y otras compañías (Daimler Benz, DEG, GAN y Singapore Technologies). Los socios extranjeros invirtieron US\$ 150 millones que se sumaron a los US\$ 100 millones de YOZMA. Estos fondos administran actualmente una cartera de inversiones entre US\$ 800 y US\$ 1.500 millones.

Las interacciones entre los administradores de fondos israelíes y los profesionales internacionales ayudaron a formar un conjunto especializado de profesionales israelíes. Las firmas locales de CR aprendieron de sus socios extranjeros, a través de su participación en fondos de CR orientados a empresas israelíes. Los empresarios tecnológicos israelíes aprendieron a innovar en mercados extranjeros, mejorando sus habilidades gerenciales y las oportunidades de negocios en el exterior.

2.3.2. Reino Unido

El Reino Unido (RU) es el segundo mercado de capital de riesgo más desarrollado. Algunos de los motivos que explican el crecimiento de la industria en este país son:

- el “efecto demostración” de la exitosa experiencia en Estados Unidos
- el establecimiento de organizaciones regionales de CR

- un esquema de incentivos fiscales para los aportes realizados en empresas que no cotizan en el mercado de valores
- la creación en 1980 del Unlisted Securities Market que, con requisitos muy laxos para la apertura de capital de las pequeñas y medianas empresas, en sólo cinco años incorporó la cotización de 340 empresas.

El mercado del RU representa la mitad de los fondos reunidos en la Union Europea (UE), Francia y Alemania le siguen en importancia. Se verifica una dicotomía entre países orientados a la Inversión Privada o Private Equity (PE), que tienen un mercado de CR más desarrollado, como el RU o los Países Bajos, y los países orientados a la deuda, con mercados de CR menos desarrollados como Alemania, Francia e Italia. El RU es el mercado de PE dominante, pero el crecimiento de los fondos ha sido alto en Alemania, países escandinavos, Austria, Bélgica, Francia, Italia y España.

Con respecto a la estrategia de salida, en 1995 se creó el **Alternative Investment Market (AIM)** como un mercado alternativo que apunta a las “ventures” que no cotizan en el panel central. En 1999 fue lanzado el **Techmark** para promover los negocios de tecnología ya existentes, y atraer nuevos negocios.

a) Políticas públicas

El gobierno británico ha emprendido políticas y numerosos programas para aumentar el acceso a la financiación para pequeños emprendimientos. La ausencia de financiamiento de la pequeña empresa fue identificada por el Committee on Finance and Industry (the Macmillan Committee) en 1929. En 1945, con la ayuda del Banco de Inglaterra, el clearing bancario y el Banco de Escocia fueron combinados para financiar la creación de Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC). El ICFC se desarrolló y se convirtió en uno de los fondos de CR más importantes del RU.

A pesar de esto y varios esquemas de incentivos fiscales, la carencia de financiamiento para empresas pequeñas o para determinados sectores o regiones, persistió durante muchos años. A comienzos del desarrollo de la industria de CR, la diferencia entre el RU y EE.UU. era muy notoria. Parte de esa diferencia se debía a disposiciones gubernamentales. En el RU se asignaban a PE menos del 1% de los activos institucionales en inversión (fondos de pensión y compañías de seguro) a comparación del casi un 7% en los EE.UU.

Los fondos de jubilación británicos son instituciones renuentes a invertir en mercados de valores privados y, particularmente en CR, porque lo consideran demasiado aventurado e ilíquido. Por ese motivo en la década del ochenta, las regulaciones y los estándares de contabilidad británicos comenzaron a influir en las perspectivas de inversores institucionales. En 1986, el Financial Services Act excluyó a la mayoría de fondos de jubilación de la inversión directa en fondos de PE. Además, un requisito mínimo de financiación (MFR) fue introducido en 1995 por la UK Pensions Act y entró en vigencia en abril de 1997. Este instrumento fue diseñado para aumentar la protección de los miembros y limitar los riesgos. Estas disposiciones revirtieron la tendencia a mediados de los noventa y aumentó la participación de los fondos de jubilación en el financiamiento en las etapas tempranas.

Asimismo, durante muchos años existieron beneficios impositivos para invertir en compañías que no cotizan en bolsa, como el Sistema de Expansión Comercial (Business Expansion Scheme), reemplazado por el **Sistema de Inversión de Empresa (Enterprise Inversion Scheme (EIS))** en 1994. Estos han sido modificados recientemente por el **Venture Capital Trust (VCT)** (en 1995), el **Alternative Investment Market (AIM)** y programas para alentar la reinversión y el VC. Hay también un esquema de garantía gubernamental de préstamos, para compañías

pequeñas, y una serie de instrumentos regionales e incentivos para la creación de empleo local.

El **Venture Capital Trust (VCT)** es una inversión en una compañía que cotiza en bolsa, cuyas acciones listan en la Bolsa de Valores de Londres. El VCT debe invertir el 70% de sus recursos en acciones o valores de compañías comerciales que no cotizan en bolsa, considerando como tales a las empresas del AIM. Los préstamos sólo son computables dentro de ese 70%, si se extienden por lo menos durante cinco años. El 30% de las inversiones que se contabilizan para la prueba del 70%, deben ser acciones ordinarias sin derechos preferenciales. El VCT goza de un periodo de tres años para completar la cartera.

Entre los beneficios para el inversor pueden citarse:

- Una suscripción individual, por más de £100.000 en acciones del VCT, obtiene un alivio del 30% del impuesto anual a la inversión, si se la sostiene durante cinco años.
- Los individuos que movilizan más de £100.000 de ganancias, y reinvierten en VCT, dentro del año o un año después de la disposición obtienen un alivio similar.
- El VCT no está sujeto al impuesto a las ganancias en la venta de acciones de otras empresas del RU, al igual que el conjunto de las empresas residentes en el RU.
- La distribución de ingresos del VCT no está sujeta a impuestos para los inversores individuales y la venta de acciones de un VCT, está libre de impuesto a las ganancias para los particulares.
- Un individuo puede compensar cualquier pérdida hecha proveniente de la disposición de acciones que ha suscrito en compañías que no cotizan en bolsa, contra su obligación impositiva anual.

El **Corporate Venturing Scheme**, puesto en marcha en el año 2000 fue diseñado con el objeto de estimular a las empresas para que inviertan en nuevas empresas de crecimiento rápido. Los incentivos se aplicaron a las acciones emitidas entre el 1 de abril de 2000 y el 31 de marzo de 2010 que reunieran los requisitos indicados. La compañía inversora se beneficiaría de las siguientes desgravaciones:

- Desgravación de la inversión en el impuesto a las empresas del 20% del monto suscrito en nuevas acciones ordinarias siempre que dichas acciones sean retenidas por un plazo mínimo de tres años.
- Diferimiento del impuesto para las empresas para cualquier ganancia imputable por la venta de inversiones corporativas en nuevas empresas de crecimiento rápido reinvertida en una nueva tenencia accionaria que reúna las condiciones para la desgravación fiscal.
- Desgravación de las pérdidas de Capital sobre el ingreso, por cualquier tipo de pérdida de capital en la venta de las inversiones corporativas en CR, neta de cualquier desgravación a la inversión retenida tras la venta.

Por otro lado dentro del ámbito universitario existe un importante programa de financiamiento: el **University Challenge** donde el gobierno del Reino Unido otorga dinero para que las universidades establezcan Fondos de Capital Semilla³ destinados a transformar las investigaciones de alumnos y profesores ingleses en negocios rentables. La extensión del financiamiento comprometido por el gobierno para este

³ definición del concepto de Capital Semilla: ver 3.1)

programa, se debe la gran cantidad de proyectos de buena calidad que se presentaron y demuestra la existencia de una demanda de fondos semilla de este tipo.

Mientras los capitalistas de riesgo rondan expectantes alrededor de centros académicos de alto perfil, como Oxford o Cambridge, otras instituciones están desarrollando investigaciones de calidad similar sin que esto atraiga la atención de ningún inversor. Esto ha sido considerado y ahora capitalizado, por el advenimiento del programa **University Challenge Funds**. El White Rose Technology Seedcorn Fund, en representación de las universidades de Leeds, Sheffield y York y el Sulis Seedcorn Fund que representa a las universidades de Bath y Bristol recibieron una porción significativa del dinero en oferta.

La intención de las inversiones es completar la brecha existente entre la investigación financiada y el peldaño más bajo del capital de riesgo. Los fondos son operados a través de una sociedad que incluye a las oficinas de transferencia tecnológica de las universidades participantes, el consejo o comité directivo del fondo, que incluye expertos académicos o del mundo industrial, e incluso capitalistas de riesgo, y el manager del fondo. La oficina de transferencia tecnológica rastrea los proyectos de investigación que se están desarrollando en la universidad, decide cuáles ameritan ser comercializados y son propicios para recibir inversiones del University Challenge Seedcorn Fund (UCSF), y los ayuda a presentarse ante el UCSF para solicitar fondos.

b) Redes de Angeles Inversores

El RU tiene una fuerte infraestructura en Redes de Angeles Inversores. El directorio 1996/97 de British Venture Capital Association (BVCA), lista 40 redes, comerciales, del sector público y de instituciones sin fines de lucro. La red más numerosa y antigua se denomina LINC, una organización sin fines de lucro, conformada por trece agencias de empresas locales y por organizaciones de desarrollo económico local. Otros ejemplos son The National Business Angels Network (NBAN), operado por el Westminster Bank y VentureNet, subsidiaria de Enterprise Support Group, una consultora privada.

Las evaluaciones más recientes del impacto de las redes de AI del RU sugieren que, desde 1992, su impacto en la actividad informal de VC ha sido impresionante. El porcentaje de proyectos que obtuvieron financiación de los subscriptores de redes, fue aumentando sistemáticamente, con excepción del año 2009.

Las redes funcionan en agencias del sector público y organizaciones sin fines de lucro, algunas operan en el sector privado o son parte de las actividades de corporaciones financieras. La mayor parte de las redes opera en una base local o regional, aunque un tercio lo hace en el ámbito nacional. La evidencia del Reino Unido lleva a pensar que las redes pueden tener un impacto significativo en la actividad informal de VC, aunque algunos sostienen que no pueden operar en una base de recuperación de costos y requieren el subsidio permanente. Pese a las críticas, la evidencia también sugiere que son iniciativas de bajo costo, efectivas, que generan un impacto mayor que las iniciativas del sector público.

En el RU, el Acta de Servicios Financiero (FSA) que muchos autores consideran un impedimento para el VC informal, incluye una valiosa exención para los AI que integran una red sin fines de lucro, a los que les permite circular informaciones sobre oportunidades de inversión, sin necesidad de registrarla ante la autoridad reguladora apropiada.

2.4 Mercado de capital propio (equity) para pymes

A pesar de los efectos positivos que tienen las PyMEs innovadoras para la competitividad de un país, estas empresas tienen que afrontar unos problemas considerables para tener acceso a la financiación necesaria para arrancar, crecer y competir en los mercados globales. Un mejor acceso a las inversiones de capital riesgo les ayudaría a aprovechar las tecnologías y competir a nivel global.

Las PyMEs innovadoras constituyen una proporción relativamente reducida de PyMEs pero pueden aportar grandes beneficios mediante la creación de más puestos de trabajo y nuevas tecnologías. Y en ese sentido hay estudios que muestran que el capital riesgo contribuye significativamente a la **creación de puestos de trabajo**. Un estudio realizado por European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) en el año 2005 denominado "Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe", afirmaba que las empresas de la Unión Europea que obtienen fondos propios y capital de riesgo crearon un millón de nuevos puestos de trabajo entre 2000 y 2004; más del 60% de esos puestos fueron creados por empresas que cuentan con capital de riesgo, cuyo empleo creció a un ritmo del 30% anual. Por otro lado, las empresas innovadoras y orientadas al crecimiento que cuentan con capital de riesgo destinan una media del 45% de su gasto total en I+D, lo cual corresponde a una media de € 3,4 millones anuales por empresa o € 50.500 por trabajador, el séxtuple de lo que gastan los quinientos mayores inversores de la Unión Europea en I+D.

El Capital de Riesgo es cada vez más importante para la **sustentabilidad medioambiental** (en 2006 se movilizaron € 1.250 millones). Los fondos de capital de riesgo sostenibles invierten entre €1 y 5 millones centrándose principalmente en la fase de arranque e invirtiendo en energías renovables y en tecnologías limpias.

2.4.1 Relación entre capital privado y mercado de capitales

Un aspecto clave de toda inversión en capital de riesgo es la estrategia de salida, que determina el momento en que el inversor en CR puede vender su parte y liberar fondos para buscar nuevas posibilidades. Por tanto, el capital de riesgo necesita también **mercados de salida con más liquidez**.

En este sentido, los **mercados secundarios de valores** se convierten en actores cruciales para ventures y empresas de base tecnológica, sin los cuales otras políticas gubernamentales sobre CR tendrían un impacto limitado.

Generalmente, estos inversores utilizan tres vías de salida de la inversión: a) la oferta pública inicial (IPO la sigla en inglés). b) la venta a un inversor estratégico o una fusión, y c) la recompra por parte del emprendedor. Hay otros dos escenarios: el fracaso total del proyecto que obligue a liquidar la inversión con pérdida casi total de lo invertido, y el de las empresas que no fracasaron pero tampoco crecieron en la medida esperada. Estas últimas son muy difíciles de vender.

Una de las principales razones del éxito del sector en los EE.UU. es la existencia de un eficiente segundo mercado, el **National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ)**.

En Canada, el **TSX Venture Exchange** es un mercado público de Capital de Riesgo para compañías emergentes, con oficinas en Toronto, Vancouver y Montreal. Conocido anteriormente como **Canadian Venture Exchange (CDNX)**, cambió su

denominación cuando fue comprado en 2001 por el **TMX Group**, propietario del Toronto Stock Exchange (TSX). En Noviembre de 2010 cotizaban en el TSX Venture Exchange más de dos mil empresas.

El mercado europeo cuenta con el **European Association of Securities Dealers Automatic Quotation System (EASDAQ)** que fue creado para reunir a las ventures, sus inversores y los intermediarios financieros, en un mercado de cotización líquido, bien regulado y de ámbito paneuropeo. El EASDAQ funciona con base en Bruselas, cuenta con la financiación de un grupo importante de intermediarios financieros de la UE y de los EE.UU., y opera en forma independiente de los mercados de cotización europeos. Las directivas de la UE permiten a EASDAQ operar en todos los estados miembros. NASDAQ es un accionista de EASDAQ, y proporciona asistencia técnica y práctica a EASDAQ.

EASDAQ no es la única iniciativa desarrollada en los últimos años en Europa. En junio de 1995 entró en funcionamiento el **Alternative Investment Market (AIM)** en el Reino Unido y posteriormente se han establecido el **Nouveau Marché** en París y el **Neuer Markt** en Frankfurt (cerrado en 2003). El **Euro.NM** establecido en Bélgica, es la organización que agrupa a todos los mercados destinados a compañías de crecimiento en Europa, con independencia de su país de origen o sector de actividad. Algunas de estas instituciones serán analizadas por separado.

2.4.2 Criterios compartidos

Los mercados tecnológicos surgen ante la necesidad de dotar de financiación a empresas de tecnología de punta y con escasa historia de operaciones que, generalmente, no cumplen los requisitos necesarios para cotizar en mercados normales. Las empresas de tecnología de punta necesitan elevadas inversiones para poder establecerse y crecer, registran fuertes pérdidas al principio debido a los costos de establecimiento y las inversiones en I+D, por lo que el rendimiento de la inversión, en la mayoría de los casos, no se materializa hasta que haya transcurrido un cierto tiempo. Según los criterios tradicionales, una empresa de este tipo no podría cotizar en bolsa por no generar beneficios. Lógicamente, esto dificulta el acceso de estas empresas a financiación en mercados de valores. Por ello surgen los mercados tecnológicos o nuevos mercados, en los que los requisitos de cotización son diferentes y donde se pone mayor énfasis en la transparencia de la información, el tamaño de la compañía o la capitalización bursátil que en la obtención de beneficios.

Estos mercados presentan tres diferencias fundamentales respecto a los mercados tradicionales:

- La plataforma de negociación es siempre electrónica, lo que facilita el acceso de miembros a distancia. El hecho de que estos mercados sean totalmente electrónicos ha facilitado que numerosas firmas de bolsa desde lugares muy distantes se pueden conectar al mercado mejorando la liquidez.
- Los requisitos de admisión a negociación son diferentes a los de los mercados tradicionales. Debido a que la transparencia es fundamental para poder evaluar el riesgo de una inversión, los requisitos de publicación de información relevante son aún más exigentes que en los mercados tradicionales. El requisito de obtención de beneficios se sustituye por requisitos de volumen de fondos propios, ventas o activos; hace falta un mínimo de accionistas, un free float mínimo, etc. Generalmente una firma debe actuar como patrocinador, es decir, como creador de mercado. Suelen incluirse además obligaciones adicionales,

como la publicación trimestral de la información en inglés y la presentación de las cuentas conforme a IAS (normativa contable internacional) o US GAAP (principios contables norteamericanos), de manera que las cifras sean fácilmente comparables entre compañías.

- La característica más importante de estos mercados es la existencia de creadores de mercado para garantizar la liquidez de los valores. En los mercados tradicionales se introducen órdenes de compra o venta que se enlazan automáticamente si existe contrapartida. En los mercados tecnológicos existe la obligación de nombrar **creadores de mercado** para fomentar la liquidez del mismo debido al pequeño tamaño de algunos valores. El objetivo es dotar de liquidez a los valores para reducir el descuento en la valuación por la escasa liquidez. Los creadores de mercado están obligados en todo momento a introducir el precio al que están dispuestos a comprar y vender una cantidad máxima de acciones de una compañía, de manera que garantizan la liquidez del valor. Así, los creadores de mercado toman riesgos y comprometen su capital en esa actividad. Como compensación, además de percibir una comisión, el creador de mercado se queda con el diferencial entre ambos precios por su intermediación.

2.4.2.1 NASDAQ Capital Market (EE.UU.)

El **National Association of Securities Dealers Automated Quotation** (NASDAQ) fue creado en 1971 como el primer mercado electrónico del mundo. Actualmente es el de mayor crecimiento de EE.UU. y el segundo mayor a escala mundial por capitalización bursátil después del NYSE. El mercado NASDAQ nació de una iniciativa del Congreso para regular el mercado de acciones no organizado, llamado “over the counter” (OTC). En 1998 el NASDAQ se fusionó con AMEX (America Stock Exchange). Actualmente Nasdaq-Amex es el mayor mercado del mundo por volumen diario y número de acciones contratadas y el segundo por capitalización bursátil.

Tiene como principales características: participación significativa de empresas de alta tecnología y de más rápido crecimiento, rentabilidad media alta, y alta volatilidad. Tiene la ventaja del acceso electrónico, y su funcionamiento eficaz estimula la demanda y proporciona un mercado efectivo para las compañías.

Aunque a diferencia de los mercados europeos, el NASDAQ no es exclusivamente un mercado tecnológico, la totalidad de las mayores empresas por capitalización bursátil pertenecen actualmente a esos sectores de punta.

Si bien el NASDAQ ha permitido intervenir a dos tipos de participantes:

- **Creadores de mercado:** sociedades de bolsa que dan contrapartida y compiten por las órdenes de los clientes. Los brokers y los inversores envían sus órdenes a los creadores de mercado.
- **Redes electrónicas de comunicación** o Electronic Communications Networks (ECN): sistemas de negociación electrónica. Se trata de auténticos mercados paralelos cuyo éxito radica en la agilidad y en el bajo coste de ejecución.

2.4.2.2 EURO.NM (Bélgica)

Euro.NM fue fundado el 1 de marzo de 1996, como una red paneuropea de mercados regulados dedicados a compañías de crecimiento. Euro.NM recoge información de los diferentes mercados y elabora el Índice “Euro.NM all shares” que agrupa todas las acciones cotizadas en los mercados asociados: Nouveau Marché

(Francia), NMAX (Amsterdam), Euro.NM Bélgica y Nuovo Mercato (Italia). Al margen del Euro NM, también cotizan el Easdaq y el mercado tecnológico londinense Techmark.

2.4.2.3 Alternative INVESTMENT Market (Londres)

En 1995 se creó el **Alternative Investment Market (AIM) en Reino Unido**, como un mercado alternativo que apunta a las ventures que no cotizan en la lista oficial. Fue el mercado pionero en Europa. Para inscribirse, las empresas no deben presentar ningún registro comercial, no tienen requisitos mínimos de capital, ni de niveles de ganancias, ni porcentaje mínimo de flotación libre. Se adoptaron requisitos de ingreso y obligaciones menos severos, para mejorar el acceso de las compañías más pequeñas. El AIM tiene un régimen regulador menos oneroso que la lista oficial, pero también tiene una fuerte carga de regulaciones. En tal sentido, muchas empresas consideran que estos costos no son lo suficientemente bajos, si se los compara con los costos de una inscripción plena.

Esta situación muestra la dificultad de asegurar suficiente protección al accionista y, al mismo tiempo, reducir el peso de la regulación. El AIM requiere que, si una compañía ha generado ingresos durante menos de dos años, sus directores y empleados, en el momento de listar, no deben vender ningún porcentaje del paquete accionario, durante un mínimo de un año, regulación que dificulta la salida de la inversión y restringe el suministro de VC. Otro factor que restringe el atractivo del AIM es la falta de liquidez del mercado. El valor medio de comercio diario de las compañías listadas es inferior a las £5.000. El Banco de Inglaterra informa que la falta de liquidez se debe a la falta de difusión de los análisis sobre las compañías listadas, que ha reducido el interés de los inversores potenciales.

Por estas razones, el AIM no era apropiado para compañías tecnológicas, ya que era más parecido a un segundo mercado que a un mercado tecnológico. Por este motivo, en 1999 fue lanzado por la Bolsa de Valores de Londres, el Techmark. Fue diseñado para promover los negocios de tecnología ya existentes, y atraer nuevos negocios. Fueron incluidas en el panel de cotizaciones de este mercado aproximadamente 180 compañías de tecnología del mercado principal, las que se mantienen con una doble inscripción. El mercado tiene un procedimiento de inscripción especial para las ventures de base tecnológica, con requisitos menos onerosos. El acceso está limitado a empresas con un tamaño mínimo de capitalización de mercado de £50 millones.

Según el presidente de la Bolsa de Valores de Londres, el éxito de Techmark se ha puesto de manifiesto con la incorporación de empresas procedentes de Israel y otros países.

2.4.2.4.1 Neuer Markt (Alemania)

De entre los nuevos mercados que se crearon en los años 90, el Neuer Markt fue el de mayor capitalización bursátil de Europa y se llegó a denominar el "Nasdaq de Europa".

Por ese motivo será considerado en éste análisis a pesar de haber dejado de operar en 2003. Fue creado en marzo de 1997 como un nuevo segmento de negociación dentro del Frankfurt Stock Exchange, destinado a compañías de sectores

de futuro con expectativas de crecimiento superiores a la media (telecomunicaciones, biotecnología, multimedia y medio ambiente).

Una de las características del Neuer Markt fue la transparencia en la publicación de información. Los inversores en estos sectores aceptan que la mayor rentabilidad esperada implique mayores riesgos. Por ello es esencial que dispongan de toda la información necesaria para poder evaluarlos. Entre los requisitos que debían cumplir las compañías cotizadas se encontraba la publicación trimestral y anual de informes de resultados en alemán e inglés, así como la información del número de acciones en manos del Consejo de Administración y de Supervisión.

El principal factor de éxito del Neuer Markt ha sido la labor realizada por sus gestores para dar a conocer este nuevo segmento de mercado mediante presentaciones, seminarios, publicaciones de la Deutsche Börse, publicidad, diseminación de información financiera en Internet, etc.

Las pronunciadas caídas de los valores tecnológicos en el año 2002, unidas a escándalos financieros, trampas contables y decepción por parte de los inversores repercutieron en el negocio de los mercados de valores, que vieron descender con fuerza la negociación y las salidas a Bolsa. Es por ello que la Bolsa de Fráncfort decidió cerrar el Neuer Markt, para lo cual ha optado por reorganizar su mercado en dos segmentos, uno doméstico y otro denominado primario. Sus valores han pasado a ser cotizados en el mercado convencional.

2.4.3 Las redes sociales

La masiva utilización de internet, y el extraordinario crecimiento de las redes sociales, han posibilitado la creación de una nueva alternativa de financiamiento: los préstamos entre personas y sus emprendimientos, sin intermediación bancaria. Esta manera de prestar a través de la red (conocida también como *Social Lending*) se ha convertido en un nuevo paso en el desarrollo del mercado entre unidades económicas demandantes y oferentes de capital. Algunos ejemplos de esta modalidad son zopa.com (Reino Unido), prosper.com y lendingclub.com (Estados Unidos), comunitae.com (España), smava.com (Alemania).

3. Situación actual de la industria de Capital de Riesgo en Argentina

El sector del capital de riesgo en nuestro país ha tenido avances importantes en los últimos años, pero está todavía en una etapa embrionaria. Dos de las claves para estimular dicha industria son:

- la información, es decir el relevamiento de inversores de capital de riesgo locales e internacionales interesados en proyectos locales y las estadísticas sobre el sector;
- la participación del Estado como promotor del crecimiento de este tipo de financiamiento.

La falta de financiamiento sigue siendo uno de los principales obstáculos en el sector argentino de innovación, especialmente para las empresas pequeñas. Esto incluye la carencia de capital de riesgo para nuevos emprendimientos, su alto costo y la falta de capacidad de los emprendedores para vincularse con el capital y de los inversores para evaluar sus nuevos negocios.

El financiamiento con capital privado en Argentina, al igual que en la región, tuvo su inicio durante la década de los 90, a partir de la apertura a la inversión extranjera directa. En este sentido se pueden observar tres factores que dieron el impulso para desarrollar esta industria: 1) la privatización de las empresas del Estado y del sistema previsional; 2) la necesidad de inversión de las empresas medianas para afrontar el aumento de la competencia, producto del crecimiento económico de la década; y 3) la aparición de Fondos de Capital de Riesgo (FCR), así como también de Fondos de Inversión Privada (Private Equity), para afrontar las necesidades de capital.

Argentina tiene condiciones para el desarrollo de la industria de capital de riesgo, basadas en una importante dinámica de creación de empresas que evolucionó orientada originalmente hacia los negocios de Internet. Los recursos de inversión, que financiaron las "start-up" y las fases tempranas del desarrollo de estas empresas, fueron aportados por fondos de capital de riesgo, y por un grupo reducido de inversores, siguiendo el patrón de las economías desarrolladas.

Posteriormente, la crisis del período 1998–2002 cambió las perspectivas dado que se modificaron las estrategias de los inversores de riesgo que operaban en la región, emigrando desde las empresas de Internet hacia compañías saneadas y con beneficio. La crisis de las empresas "punto com" es aprovechada por las grandes corporaciones para adquirir pequeñas y medianas empresas en problemas.

Luego de la crisis de 2001/2002 la mayoría de los Fondos de Inversión interesados en emprendimientos se retiraron del país, y otros inversores institucionales del exterior decidieron que no invertirían en Argentina por un largo tiempo, y mucho menos en capital de riesgo. En el año 2001, la Fundación Invertir había relevado la existencia de 23 Fondos de Inversión que invertían en empresas ya instaladas y con alto potencial de crecimiento.

El desafío a comienzos del siglo XXI, no sólo en Argentina sino también en el ámbito regional, era hacer que las empresas de capital de riesgo, que comenzaron financiando proyectos de Internet, se volcaran hacia otros sectores de innovación tecnológica como pueden ser la biotecnología y los servicios tecnológicos.

Para ello se requería impulsar redes de empresarios e inversores, crear incentivos para el desarrollo de la industria de capital de riesgo, brindar un marco regulatorio a las inversiones y fortalecer los segundos mercados de valores. En los modelos

exitosos de desarrollo de capital de riesgo siempre han convivido una persona innovadora o un científico, con alguien que supiera estructurar las cosas desde el punto de vista comercial; y junto con ellos, el fondo de capital de riesgo aportando una visión de tipo estratégico.

Luego del largo período de recesión y depresión, recién hacia finales de 2003 comenzó a revertirse la dinámica empresarial negativa. La recuperación de la economía argentina que se observa entre el 2003 y el 2008 puede observarse tanto en el número creciente de empresas formales como en la creación de nuevas empresas. En este período, las jóvenes, micro y pequeñas empresas fueron el tramo de firmas con mayor crecimiento neto del empleo. Por esta razón se torna clave el acceso a un mayor nivel de financiamiento.

En el año 2005 comenzó la recomposición de la industria de capital de riesgo a partir de que muchos emprendedores han aprovechado el nuevo marco económico para desarrollar proyectos con una fuerte mirada exportadora y utilizando al máximo las ventajas que el tipo de cambio brindó.

Esto es una oportunidad que ha propiciado el resurgimiento del sector del capital de riesgo en la Argentina, impulsado por la creación de nuevos fondos locales, la participación activa de fondos extranjeros y la aparición de inversores ángeles organizados a nivel institucional. La cantidad de fondos de capital de riesgo es menor que en 2000 y apuntan a sectores diferentes a los de la etapa anterior, entre ellos el turismo, los servicios tercerizados, la biotecnología, el IT y la agroindustria.

Dada la importancia de las PyMES en la economía argentina se torna imprescindible desarrollar un rápido y eficiente acceso al financiamiento mediante todas las vías (deuda y capital). Claramente y por la experiencia internacional ya analizada, la industria de capital de riesgo es una alternativa importante.

3.1. Los mecanismos de impulso

No existe aún en Argentina una batería de políticas públicas semejante a las explicadas en el punto 2.3. de este trabajo, orientadas a impulsar el desarrollo de la industria de capital de riesgo. Por el contrario, la pyme que recibe una inversión de capital por parte de un fondo de capital de riesgo⁴ (en la medida que la participación de éste en el capital de la empresa sea mayor al 10 %), pierde su condición de pyme. Este le impide acceder a garantías de Sociedades de Garantía Recíproca, a programas de tasa subsidiada, etc

Sin embargo, pueden mencionarse las siguientes iniciativas:

a. Incentivos fiscales

Acaba de ponerse en marcha desde el Ministerio de Ciencia y Tecnología el programa Profiet, que otorga Certificados de Crédito Fiscal a aquellos inversores que, a través de un fideicomiso, inviertan en empresas de base tecnológica. No se conoce otro mecanismo.

Existen incentivos fiscales para PyMEs como por ejemplo exenciones para contratación de personal y capacitación, programas de crédito fiscal para proyectos innovadores para empresas consolidadas y promoción industrial. Otros mecanismos

⁴ Incluso si se trata de un fondo con participación de organismos multilaterales de fomento, como la CAF, o el BID / Fomin

son las exenciones de impuestos a la distribución y remesa de utilidades por subsidiarias.

b. Creación de redes de Ángeles Inversores

Las características de los AI argentinos son distintas de las de sus pares de otros países. Estas diferencias se presentan en el tamaño de sus inversiones, en la experiencia entrepreneur, en el número de inversiones realizadas y en la edad.

En el sector privado, las iniciativas relevadas son el Centro de Entrepreneurship del IAE, el Centro de Emprendedores del ITBA, el Centro de Entrepreneurship de Business Venturing (CEBV) de la Universidad Torcuato Di Tella y el Centro de Entrepreneurship de la Universidad Austral.

Sin embargo, según manifiestan los protagonistas de estas iniciativas, las redes de ángeles existentes no demuestran el mismo grado de vitalidad y efectividad que sus pares en países sajones. Pareciera que el inversor individual, a la hora de tomar su decisión final de inversión, prefiere otras alternativas menos riesgosas e ilíquidas que la adquisición de un porcentaje de una empresa que aún no ha podido probar su modelo de negocios.

A la hora de diseñar instrumentos, es crucial tomar conciencia que no todas las iniciativas son exitosas en todos los países y culturas.

c. Creación de segundos mercados de valores

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires reconoció en 1999 tener intenciones de crear un segundo mercado, al mismo tiempo que señaló las limitaciones que encuentra para tal fin:

- Los dueños de las PyMEs tienen miedo de perder el control de su negocio si la compañía ofrece sus acciones al público.
- Muchas PyMEs se rehúsan a divulgar sus estados contables y estrategias.
- Las pequeñas y medianas empresas suelen tener sistemas contables poco desarrollados y les resulta muy costoso actualizarlos.
- Los inversores le temen a información poco transparente

3.2. Fondos que operan en Argentina en estadíos tempranos (venture capital o capital emprendedor)

A inicios de 2011 existían formalmente, 12 fondos y redes de Inversores orientadas al segmento de empresas pequeñas y el estadio temprano. No todas han demostrado igual performance inversora.

La discrecionalidad en la toma de algunas decisiones económicas genera mayores dificultades a la hora de tomar decisiones, dada la mayor complejidad de proyectar escenarios posibles.

Por este motivo, los inversores se enfocan en negocios más alejados de esferas reguladas o potencialmente regulables, proyectos innovadores con alto potencial, y en general, con perspectiva internacional.

Gran parte de los fondos ofrecen Capital Semilla, invirtiendo desde US\$10.000, aunque en general la inversión mínima promedio ronda los US\$ 50.000. Pese a que

hay actividad de inversión, todavía la cantidad de actores involucrados es mínima frente a las necesidades de los emprendedores. En esta fase se encuentran frecuentemente buenos equipos con ideas interesantes, pero con carencias en la implementación. También existen fondos para fase de start-up (puesta en marcha) y expansión que tienen techos de inversión de US\$ 3 millones.

En cuanto al tipo de aportantes, la mitad de los fondos provienen de inversores calificados, es decir, inversores que además de aportar capital, aportan recursos estratégicos para las empresas invertidas (contactos, asesoramiento, clientes, etc.). En un segundo escalón se ubican los organismos internacionales, y luego los inversores particulares puramente financieros. En menor medida hay dinero proveniente de inversiones gubernamentales de países extranjeros, empresas no financieras y bancos e instituciones financieras.

Si bien hay una gran variedad de sectores en los que se buscan inversiones, los sectores “estrella” son los de software e informática, medios, entretenimiento y telecomunicaciones y biotecnología.

Los siguientes son los 12 participantes privados en este mercado:

- Aconcagua Ventures
www.aconcaguaventures.com
Etapa: Capital de Desarrollo Temprano
Sectores: Hi-tech
- Business Angel Club IAE
www.businessangelsclub.com.ar
Etapa: Start-Up – Capital de Desarrollo Temprano
Sectores: biotecnología, reciclado de plástico, internet, medios, miel, higiene urbana, servicios.
- CAP Venture Capital
www.cap.com.ar
Etapa: Capital de Riesgo Ampliado, venture capital
Sectores: agribusiness, tecnología y servicios.
- Chrysalis Argentina
www.chrysalisargentina.com.ar
Etapa: Capital Semilla, Start-Up, Capital de Desarrollo Temprano
Sectores: biotecnología, software, internet, agribusiness, turismo y consumo masivo.
- Fondo de Innovación Tecnológica (Santander Río)
http://www.santanderrio.com.ar/individuos/univers_emprendimientos_requisitos.jsp
Etapa: Capital Semilla, Start-Up, Capital de Desarrollo Temprano
Sectores: tecnología, biotecnología, ciencias de la vida, entretenimiento.
- Holdinvest Technology Fund
www.holdinvest.com
Etapa: expansión internacional – exportación
Sectores: tecnología, software, medicina, alimentos con valor agregado.

- ILEX
www.feg.org.ar
Etapa: Capital Semilla
Sectores: de alto potencial de crecimiento y fuerte diferenciación.
- InnovaTekne
www.innovatekne.com
Etapa: idea, prototipo o pequeña empresa con menos de dos años de vida
Sectores: nanotecnología, biotecnología, electrónica, matemática, química y física.
- Mark Ventures
www.markvc.com
Etapa: primera
Sectores: alimentos y actividades de proyección regional.
- MODENA Technologies Capital Partners
www.modenatcp.com
Etapa: Capital Semilla, Start-Up, Capital de Desarrollo Temprano
Sectores: software, internet
- Patagonia Ventures
<http://patagoniaventures.com/>
Etapa: Capital Semilla
Sectores: telecomunicaciones, internet, medios y entretenimientos (TIME)
- Paladin Ventures
www.paladinventurescorp.com
Etapa: inicial: Capital Semilla o Start-Up
Sectores: alta tecnología, software, electrónica, inventos científicos, diseño.

3.3. Conclusiones

Podemos concluir entonces que, si bien existen iniciativas dentro del universo de capital emprendedor y fondos de capital de riesgo y *private equity*, el Mercado de Capitales en Argentina debe comprometerse con el desarrollo de instrumentos que permitan un financiamiento adecuado a estas iniciativas empresariales de pequeño tamaño, caracterizadas por la innovación, la creatividad y la alta proporción de activos intangibles.

Es claro que el sistema financiero argentino no puede dar respuestas a esto, dadas las restricciones regulatorias con las que debe cumplir. También es cierto, desde la más pura disciplina financiera, que no es correcto inyectar deuda a una empresa naciente o con una elevada proporción de activos intangibles.

Sin embargo, del desarrollo de mecanismos de financiamiento para estas iniciativas, depende la creación de nuevas empresas, el crecimiento de empleo calificado, y la competitividad de nuestra economía.

Por eso es crucial el rol que pueda asumir el Mercado de Capitales. El mercado que permite unir diferentes propuestas de inversión, con un amplio espectro de riesgos asumibles, con múltiples preferencias, percepciones y ecuaciones riesgo / retorno.

Pero no sería razonable el proponer instrumentos sin considerar aquellos temas estructurales (asimetría de la información, costos, iliquidez, etc) que han conspirado desde hace mucho tiempo contra el éxito de iniciativas semejantes.

Por ello, en la sección II, (punto 4.) se propone una batería de instrumentos que van acercando al inversor, en forma paulatina, a mayores niveles de riesgo en un segmento que, hasta ahora, nunca le resultó atractivo. Adicionalmente en los puntos 4 y 5 se exponen cursos de acción que permitan mitigar y, eventualmente remover, los obstáculos existentes tanto por el lado de la oferta como de la demanda de financiamiento.

4. Presentación y descripción de diferentes instrumentos para el acceso a las PYMES al Mercado de Capitales a partir de un abordaje paulatino.

4.1 Fideicomiso Financiero ON PYMES (FON). Descripción del producto

4.1.1 Objetivo del fideicomiso

El FON tendrá por objeto especial de inversión favorecer el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs) -en los términos del artículo 1º de la Ley 25.300 y complementarias- mediante la adquisición de valores emitidos por micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs)⁵. En particular, realizará inversiones de riesgo a través de la adquisición de títulos-valores de deuda de renta fija (obligaciones negociables) emitidos por PyMEs que ya se encuentran vinculadas al mercado de capitales, y que cumplan determinados requisitos mínimos establecidos.

4.1.2 Caracterización legal

El FON se registrará por la ley 24441 (de Fideicomiso) y sus normas reglamentarias, complementarias y modificatorias. El FON estará constituido por los aportes realizados por los inversores, los que se invertirán en los activos establecidos y estarán representados por valores representativos de deuda del fideicomiso. El FON será un fideicomiso financiero con oferta pública de los valores emitidos, cuyos inversores podrán ser aquellos que reúnan las características de inversores calificados en los términos de los Capítulos VI.7 art. 25 de las normas de la CNV⁶; asimismo, se evaluará la conveniencia de que las obligaciones negociables a ser adquiridas puedan también ser emitidas bajo ese régimen y dispongan de cotización en mercados secundarios en la BCBA.

La autorización para operar al FON bajo el régimen de oferta pública conlleva las correspondientes implicancias impositivas del caso, tanto para las operaciones realizadas por el FON como para los inversores adquirentes de los valores representativos de deuda.

4.1.3 Duración

La duración del fideicomiso debería sujetarse a los plazos de las obligaciones negociables a ser emitidas, aunque bajo ciertas condiciones de cancelación anticipada de las mismas, el FON podrá establecer mecanismos de repago anticipado de los valores representativos de deuda.

4.1.4 Monto y Clases

El monto mínimo del FON deberá ser de \$ 10 millones. En el caso de emisiones por mayor monto, se podrá evaluar la conveniencia de emitir valores representativos de deuda por tramos o clases, que impliquen diferentes prioridades en el cobro (seniority) y por ende diferentes retornos esperados. Así, los primeros \$ 10 millones se

⁵ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

⁶ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. h)

asignarían a la clase A y el resto a la clase B. Asimismo, y en función del monto a emitir, se podrá también evaluar la conveniencia de emitir certificados de participación del FON los que no tendrán un interés explícito, y cuyo cobro estará sujeto al cumplimiento anterior de los compromisos de las clases A y B.

4.1.5 Organizador

La selección de las PyMEs que emitirán las ON objeto de inversión del FON, será realizada por un Organizador. Los requisitos para ser organizador deberán ser definidos por un comité ad-hoc conformado por integrantes de la FBCBA.

4.1.6 Políticas de inversión

Las inversiones del FON se guiarán por criterios de maximización de rentabilidad de mediano plazo, sujeto a criterios de diversificación de riesgo. Del total del fideicomiso se destinará un mínimo de 75% y hasta un máximo de 90% del FON para ser invertidos en obligaciones negociables emitidas por empresas PyMEs sujetos a los siguientes límites máximos de concentración como porcentaje del total del FON: por PyME (hasta 5%), por sector económico en el que opera la PyME (hasta 25%), por provincia en la que desarrolla su actividad principal (hasta 30%). En el caso de PyMEs que ya se encuentran operando en el mercado de valores a través de la operatoria de cheques de pago diferido o valores de corto plazo, dicho límite individual podría ser ampliado (por ej. hasta el 10%).

En el caso del límite por PyME individual (5%), se podría evaluar la posibilidad de establecer un esquema más flexible en donde dicho límite fuera creciente en función de ciertas variables como por ejemplo la estructura de gobierno de la empresa o si la misma utiliza también el financiamiento bancario, ya que revelaría indirectamente un grado de monitoreo mayor de la empresa, o bien si las obligaciones negociables emitidas cuentan con algún tipo de garantía (común, especial, etc). Otro factor que diferencie podría ser la existencia de calificaciones de riesgo de la emisión realizada, realizada por calificadoras debidamente autorizadas por la CNV, y que deberán incorporar en su proceso de evaluación de riesgo crediticio las particularidades propias de este segmento de empresas, según las mejores prácticas en la materia y la normativa aplicable.

O alternativamente se podrían diseñar variantes del FON que se diferencien en alguno(s) de este(os) aspecto(s), lo que implicaría FONs invertidos en obligaciones negociables emitidas por grupos de PyMEs que presentan diferentes riesgos, y por ende diferentes rentabilidades esperadas.

Consecuentemente, y a los efectos de dotar de cierta liquidez y diversificar riesgos, el FON podrá destinar entre el 10% y el 25% de su patrimonio a otros instrumentos de renta fija (bonos, fondos comunes de inversión, etc.) emitidos en Argentina o el exterior, y que tengan cotización pública (no sean PyMEs a los efectos de Argentina), así como otros instrumentos con cotización pública y que sirven de financiamiento a PyMEs como los cheques de pago diferido.

Alternativamente, se podría evaluar incorporar dentro del límite 75%-90% arriba mencionado títulos-valores de deuda emitidos por entidades bancarias u organismos nacionales/internacionales de fomento que destinen dicho fondeo al financiamiento de PyMEs; el FON actuaría así como proveedor de financiamiento de segundo piso.

En el caso de PyMEs que tengan relaciones contractuales o comerciales con el fiduciario o con el Organizador, deberá hacerse expresa mención de dicha situación al momento de aprobarse su incorporación al FON.

4.1.7 Riesgos

Las inversiones realizadas no cuentan con garantía especial en cuanto a la rentabilidad a ser obtenida por el FON. Los valores representativos de deuda emitidos por el fiduciario poseen una rentabilidad esperada asociada a la de las ON objeto de inversión, pero su efectiva cancelación depende del cumplimiento en tiempo y forma de los compromisos asumidos en los activos subyacentes. Las inversiones del FON no implican ninguna prerrogativa en cuanto a cobro o tratamiento preferencial respecto del resto de los financiadores de las empresas objeto de inversión del FON más allá de las que otorga la ley de obligaciones negociables.

Aún cuando podría existir cotización secundaria de los valores representativos de deuda, el hecho de invertir en activos que son -a priori- de baja liquidez, implica que puedan existir dificultades al momento de intentar rescate de los mismos en forma anticipada.

En ningún caso, ni el fiduciario ni la BCBA (o la FBCBA) responderán por una performance no esperada de los activos invertidos en el FON. La valuación de los activos en los que invierte el FON se realizará siguiendo el criterio de devengamiento (en caso de no cotizar públicamente) o bien de valuación a mercado de las obligaciones negociables si existiera cotización pública.

4.1.8 Participantes y documentos necesarios

Como todo fideicomiso financiero, se requiere el establecimiento de un fiduciario autorizado por la CNV, el que deberá ajustarse a lo establecido por la legislación y la normativa vigente en la materia, particularmente Capítulo 15 de las Normas de la CNV (N.T. 2001).

El FON deberá contar asimismo con un prospecto de emisión que formalice, complemente y amplíe los puntos aquí enumerados; el mismo deberá contar como mínimo con la información requerida por la regulación de la CNV.⁷ En toda la documentación relacionada al FON deberá constar adicionalmente que es un “Fideicomiso Financiero para el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs)”.⁸

Como ha sido mencionado en los párrafos anteriores, el FON deberá ajustarse particularmente a lo dispuesto en el Capítulo XV.8 que atañe a los fideicomisos financieros cuyo objeto especial de inversión sean instrumentos destinados al financiamiento de pequeñas y medianas empresas (PyMEs).

Deberá elaborarse y publicarse trimestralmente los estados contables (estado de situación patrimonial, estado de evolución del patrimonio neto, estado de resultados, y estado de origen y aplicación de fondos) del fideicomiso, y anualmente se realizará el balance general del FON así como una memoria explicativa de la evolución de las inversiones realizadas.

⁷ Capítulo VIII, Capítulo XV.9, anexo I, Capítulo XV.10, anexo II de las Normas de la CNV

⁸ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

Asimismo, deberá proveer con frecuencia mensual, el informe elaborado por el órgano de fiscalización del fiduciario respecto del FON, según la normativa vigente.⁹

4.1.9 Fiduciario

La vinculación del fiduciario con las PyMEs objeto de la inversión del FON deberá ser solo aquella que surja del presente instrumento.

Deberá también establecer un período de suscripción de los valores representativos de deuda no menor a los 10 días hábiles, así como el período de integración luego de la adjudicación (la práctica lo establece generalmente entre 48 hs. y 96 hs.). La adjudicación se realizará por mejor oferta y deberá realizarse previamente un cálculo que permita establecer el valor mínimo de valuación de las obligaciones negociables y por ende de los valores representativos de deuda.

Aprovechando sinergias con los otros fideicomisos, el fiduciario y/o el Organizador podrán facilitar el acercamiento de las PyMEs objeto de la inversión del FON ante las autoridades responsables de programas de financiamiento y/o subsidios existentes para empresas PyMEs, permitiendo el acceso a fuentes adicionales de fondeo; ejemplos de estos programas son los créditos a empresas Fontar-BICE para modernización de procesos y/o productos, las solicitudes de Crédito Fiscal por similar motivo en el marco del Fontar, y aquellos programas administrados por el Ministerio de Industria a través de la Secretaría PyME como el Fonapyme, solicitudes de Crédito Fiscal, Régimen de bonificación de tasas de interés, entre otros.

Simultáneamente, el fiduciario podría realizar gestiones ante organismos multilaterales que cuentan con programas de apoyo y financiamiento a PyMEs para invitarlos a participar como inversores del FON.

El fiduciario tendrá a su cargo el costo del funcionamiento del FON y, eventualmente, del Organizador, para lo cual establecerá comisiones con cargo al propio fideicomiso.

4.2 FONDO PYME RENTA FIJA CON UPSIDE (FUS). Descripción del producto

4.2.1 Objetivo del fideicomiso

El FUS tendrá por objeto especial de inversión favorecer el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs) -en los términos del artículo 1º de la Ley 25.300 y complementarias- mediante la adquisición de valores emitidos por micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs)¹⁰. En particular, realizará inversiones de riesgo a través de la adquisición de acciones preferidas (o preferentes) emitidas por PyMEs establecidas (antigüedad mayor a 5 años) que cumplan determinados requisitos mínimos establecidos y cuya incorporación al fideicomiso sea aprobada por el Organizador.¹¹

⁹ Capítulo XV.5, art. 34 de las Normas de la CNV y art. 294 (inc. 1 y2) de la ley 19550 (de Sociedades Comerciales).

¹⁰ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

¹¹ Corresponde notar que el mercado de capitales en Argentina no ha mostrado un desarrollo importante de las acciones preferidas

En el mediano plazo, se espera que este mecanismo sirva de puerta de entrada para que las PyMEs seleccionadas se incorporen al régimen de oferta pública para luego cotizar públicamente sus acciones. En la medida que ello ocurra, el FUS se fortalecería al dotarlo de mayor transparencia y flexibilidad, y acceso a fuentes de fondeo adicionales.

4.2.2 Caracterización legal

El FUS se regirá por la ley 24441 (de Fideicomiso) y sus normas reglamentarias, complementarias y modificatorias. El FUS estará constituido por los aportes realizados por los inversores, los que se invertirán en los activos establecidos y estarán representados por valores representativos de deuda del fideicomiso. El FUS será un fideicomiso financiero con oferta pública de los valores emitidos, cuyos inversores podrán ser aquellos que reúnan las características de inversores calificados en los términos de los Capítulos VI.7 art. 25 de las normas de la CNV.¹²

La autorización para operar al FUS bajo el régimen de oferta pública conlleva las correspondientes implicancias impositivas del caso, tanto para las operaciones realizadas por el FUS como para los inversores adquirentes de los valores representativos de deuda.

4.2.3 Caracterización financiera del instrumento

Los valores a ser emitidos por las PyMEs interesadas en acceder a esta fuente de fondeo serán acciones preferidas que otorgarán un dividendo fijo predeterminado por los primeros tres años, el que tendrá preferencia de cobro sobre los dividendos de las acciones ordinarias; los mismos serán pagaderos trimestralmente. A partir del cuarto año, el dividendo será variable. Para la determinación de ambos dividendos, se utilizará una tasa de interés de referencia al momento de la emisión y adquisición de las acciones (por ej. pases, Badlar o remuneración de etas. ctes. en el BCRA más un eventual spread).

Asimismo, el dividendo variable podría incluir un componente adicional (spread) atado a las utilidades obtenidas por la firma, el que resultaría de la transferencia de un porcentaje de las utilidades anuales auditadas de la PyME emisora (a ser determinado en cada caso) al FUS luego del pago de los dividendos preferidos. Dicho porcentaje de asignación específica de resultados podría asimismo ser de carácter variable, y que a mayor porcentaje comprometido por la PyME, menor sea la tasa de referencia utilizada para determinar el dividendo variable.

En caso de que las utilidades obtenidas por la empresa no fueran suficientes para cumplir con el dividendo de las acciones preferidas, el mismo se acumulará a cuenta de futuras utilidades y no será capitalizable.

Las acciones preferidas a ser adquiridas por el FUS deberán contar con cláusulas de convertibilidad en acciones ordinarias en forma total o parcial. Asimismo, deberían incluir la posibilidad de rescate tipo put por parte del FUS o tipo call por parte de la PyME emisora. En todos estos casos, deberán establecerse las condiciones de conversión, adquisición o rescate en cada emisión particular.

Las acciones preferidas a ser adquiridas por el FUS tendrán derecho a voz en las asambleas de accionistas, pero no derecho a voto excepto en los casos en que se

¹² Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. h)

encontraran en mora el pago de los dividendos preferidos devengados o bien aquellos casos previstos por la normativa.¹³

Las variantes que se utilicen para determinar el dividendo preferido fijo, variable y atado a rentabilidad deberían estar acotadas, para así minimizar las heterogeneidades de los instrumentos a ser adquiridos por el FUS, facilitar la evaluación de riesgo de los mismos por parte del Organizador, y simplificar los costos de monitoreo por parte de los inversores.

4.2.4 Duración

El fideicomiso tendrá una duración de 5 años, existiendo tanto la posibilidad de rescate anticipado (tipo put y call ya descriptos) a partir del cuarto año.

4.2.5 Montos y clases

El monto mínimo del FUS deberá ser de \$ 10 millones. En el caso de emisiones por mayor monto, se podrá evaluar la conveniencia de emitir valores representativos de deuda por tramos o clases, que impliquen diferentes prioridades en el cobro (seniority) y por ende diferentes retornos esperados. Así, los primeros \$ 10 millones se asignarían a la clase A y el resto a la clase B. Asimismo, y en función del monto a emitir, se podrá también evaluar la conveniencia de emitir certificados de participación del FUS los que no tendrán un interés explícito, y cuyo cobro estará sujeto al cumplimiento anterior de los compromisos de las clases A y B.

4.2.6 Organizador

La selección de las PyMEs que emitirán las ON objeto de inversión del FUS, será realizada por un Organizador. Los requisitos para ser organizador deberán ser definidos por un comité ad-hoc conformado por integrantes de la FBCBA.

4.2.7 Requisitos Mínimos Establecidos

Conjuntamente con la evaluación del Organizador, se requerirá de las PyMEs interesadas en acceder a esta fuente de financiamiento cumplir con una serie de requisitos mínimos, a saber: poseer una antigüedad operativa mayor a cinco años; presentar últimos tres balances auditados externamente; presentar plan de negocios que permitiría el acceso al FUS; no poseer acciones de voto múltiple; prácticas de transparencia que permita contar con balances trimestrales (para así valorar trimestralmente las tenencias del fideicomiso y establecer si corresponde el pago o diferimiento de los dividendos preferidos).

4.2.8 Políticas de inversión

Las inversiones del FUS se guiarán por criterios de maximización de rentabilidad de largo plazo, sujeto a criterios de diversificación de riesgo. Del total del fideicomiso se destinará un mínimo de 75% y hasta un máximo de 90% del FUS para ser invertidos

¹³ El art. 244 de la ley de Sociedades Comerciales establece que tendrán voto en el caso de asambleas que traten ciertos asuntos societarios, como por ejemplo disolución anticipada de la sociedad, transferencia del domicilio al extranjero, cambio fundamental del objeto social, entre otros.

en acciones preferidas emitidas por empresas PyMEs sujetos a los siguientes límites máximos de concentración como porcentaje del total del FUS: por PyME (hasta 5%), por sector económico en el que opera la PyME (hasta 25%), por provincia en la que desarrolla su actividad principal (hasta 30%). En el caso de PyMEs ya encuadradas en el régimen de oferta pública, el Organizador podrá aumentar dichos límites hasta un 30%.

En el caso del límite por PyME individual (5%), se podría evaluar la posibilidad de establecer un esquema más flexible en donde dicho límite fuera creciente en función de ciertas variables como por ejemplo la estructura de gobierno de la empresa o si la misma utiliza también el financiamiento bancario, ya que revelaría indirectamente un grado de monitoreo mayor de la empresa. O alternativamente se podrían diseñar variantes del FUS que se diferencien en este aspecto, lo que implicaría FUS invertidos en acciones preferidas emitidas por grupos de PyMEs que presentan diferentes riesgos, y por ende diferentes rentabilidades esperadas.

Dentro del límite de 90% arriba mencionado, se podrá evaluar la conveniencia de incorporar como activos sujetos de inversión por parte del FUS a títulos-valores con cotización pública, emitidos por instituciones financieras locales, y cuyo producido sea destinado a financiamiento de proyectos para PyMEs; en este caso, se podría permitir la inversión en estos instrumentos hasta el 25% como estrategia adicional de diversificación de riesgos.

Consecuentemente, y a los efectos de dotar de cierta liquidez y diversificar riesgos, el FQP podrá destinar hasta un 10% de sus inversiones a instrumentos de renta fija (bonos, fondos comunes de inversión, etc.) emitidos en Argentina o el exterior, y que tengan cotización pública (no sean PyMEs a los efectos de Argentina).

En el caso de PyMEs que tengan relaciones contractuales o comerciales con el fiduciario o con el Organizador, deberá hacerse expresa mención de dicha situación al momento de aprobarse su incorporación al FUS.

4.2.9 Riesgos

Las inversiones realizadas no cuentan con garantía especial en cuanto a la rentabilidad a ser obtenida por el FQP, sea en sus componentes fijo y/o variable. Los valores representativos de deuda emitidos por el fiduciario poseen una rentabilidad esperada asociada a la de los títulos-valores objeto de inversión, pero su efectiva cancelación depende del cumplimiento en tiempo y forma de los compromisos asumidos en los activos subyacentes. Las inversiones del FUS no implican ninguna prerrogativa en cuanto a cobro o tratamiento preferencial respecto del resto de los financiadores de las empresas objeto de inversión del FUS.

Aún cuando podría existir cotización secundaria de los valores representativos de deuda, el hecho de invertir en activos que son -a priori- de baja liquidez, implica que puedan existir dificultades al momento de intentar rescate de los mismos en forma anticipada.

En ningún caso, ni el fiduciario ni la BCBA (o la FBCBA) responderán por una performance no esperada de los activos invertidos en el FUS. La valuación de los activos en los que invierte el FUS se realizará siguiendo el criterio de devengamiento para el componente fijo de renta y, en base a los balances presentados por las empresas participantes y a los dividendos distribuidos, realizará una valuación anual del componente variable de renta.

4.2.10 Participantes y documentos necesarios

Como todo fideicomiso financiero, se requiere el establecimiento de un fiduciario autorizado por la CNV, el que deberá ajustarse a lo establecido por la legislación y la normativa vigente en la materia, particularmente Capítulo 15 de las Normas de la CNV (N.T. 2001).

El FUS deberá contar asimismo con prospecto de emisión que formalice, complemente y amplíe los puntos aquí enumerados; el mismo deberá contar como mínimo con la información requerida por la regulación de la CNV.¹⁴ En toda la documentación relacionada al FUS deberá constar adicionalmente que es un “Fideicomiso Financiero para el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs)”.¹⁵

Como ha sido mencionado en los párrafos anteriores, el FUS deberá ajustarse particularmente a lo dispuesto en el Capítulo XV.8 que atañe a los fideicomisos financieros cuyo objeto especial de inversión sean instrumentos destinados al financiamiento de pequeñas y medianas empresas (PyMEs).

Deberá elaborarse y publicarse trimestralmente los estados contables (estado de situación patrimonial, estado de evolución del patrimonio neto, estado de resultados, y estado de origen y aplicación de fondos) del fideicomiso, y anualmente se realizará el balance general del FUS así como una memoria explicativa de la evolución de las inversiones realizadas.

Asimismo, deberá proveer con frecuencia mensual, el informe elaborado por el órgano de fiscalización del fiduciario respecto del FUS, según la normativa vigente.¹⁶

4.2.11 Fiduciario

La vinculación del fiduciario con las PyMEs objeto de la inversión del FUS deberá ser solo aquella que surja del presente instrumento.

Deberá también establecer un período de suscripción de los valores representativos de deuda no menor a los 10 días hábiles, así como el período de integración luego de la adjudicación (la práctica lo establece generalmente entre 48 hs. y 96 hs.). La adjudicación se realizará por mejor oferta y deberá realizarse previamente un cálculo que permita establecer el valor mínimo de valuación de los títulos-valores y por ende de los valores representativos de deuda.

Aprovechando sinergias con los otros fideicomisos, el fiduciario y/o el Organizador podrán facilitar el acercamiento de las PyMEs objeto de la inversión del FUS ante las autoridades responsables de programas de financiamiento y/o subsidios existentes para empresas PyMEs, permitiendo el acceso a fuentes adicionales de fondeo; ejemplos de estos programas son los créditos a empresas Fontar-BICE para modernización de procesos y/o productos, las solicitudes de Crédito Fiscal por similar motivo en el marco del Fontar, y aquellos programas administrados por el Ministerio de Industria a través de la Secretaría PyME como el Fonapyme, solicitudes de Crédito Fiscal, Régimen de bonificación de tasas de interés, entre otros.

¹⁴ Capítulo VIII, Capítulo XV.9, anexo I, Capítulo XV.10, anexo II de las Normas de la CNV

¹⁵ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

¹⁶ Capítulo XV.5, art. 34 de las Normas de la CNV y art. 294 (inc. 1 y2) de la ley 19550 (de Sociedades Comerciales).

Simultáneamente, el fiduciario podría realizar gestiones ante organismos multilaterales que cuentan con programas de apoyo y financiamiento a PyMEs para invitarlos a participar como inversores del FUS.

El fiduciario tendrá a su cargo el costo del funcionamiento del FUS y, eventualmente, del Organizador, para lo cual establecerá comisiones con cargo al propio fideicomiso.

4.3 Fideicomiso Financiero QUASY-EQUITY PYMES (FQP). Descripción del producto

4.3.1 Objetivo del fideicomiso

El FQP tendrá por objeto especial de inversión favorecer el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs) -en los términos del artículo 1º de la Ley 25.300 y complementarias- mediante la adquisición de valores emitidos por micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs)¹⁷. En particular, realizará inversiones de riesgo a través de la adquisición de títulos-valores de deuda con retorno mixto (componentes fijo y variable) emitidos por PyMEs establecidas (antigüedad mayor a 5 años) que cumplan determinados requisitos mínimos establecidos y cuya incorporación al fideicomiso sea aprobada por el Organizador.

En el mediano plazo, se espera que este mecanismo sirva de puerta de entrada para que las PyMEs seleccionadas se incorporen al régimen de oferta pública; inicialmente mediante la emisión de títulos de deuda (por ej. valores de corto plazo o VCP) para luego eventualmente cotizar públicamente sus acciones. En la medida que ello ocurra, el FQP se fortalecería al dotarlo de mayor transparencia y flexibilidad, y acceso a fuentes de fondeo adicionales.

4.3.2 Caracterización legal

El FQP se regirá por la ley 24441 (de Fideicomiso) y sus normas reglamentarias, complementarias y modificatorias. El FQP estará constituido por los aportes realizados por los inversores, los que se invertirán en los activos establecidos y estarán representados por valores representativos de deuda del fideicomiso. El FQP será un fideicomiso financiero con oferta pública de los valores emitidos, cuyos inversores podrán ser aquellos que reúnan las características de inversores calificados en los términos de los Capítulos VI.7 art. 25 de las normas de la CNV.¹⁸

La autorización para operar al FQP bajo el régimen de oferta pública conlleva las correspondientes implicancias impositivas del caso, tanto para las operaciones realizadas por el FQP como para los inversores adquirentes de los valores representativos de deuda.

4.3.3 Caracterización financiera del instrumento

Los instrumentos a ser emitidos por las PyMEs interesadas en acceder a esta fuente de fondeo serán títulos-valores de deuda, cuyo rendimiento tendrá un componente fijo y otro variable. Idealmente, el esquema deberá balancear flexibilidad en la forma de determinación del peso de cada componente minimizando las

¹⁷ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

¹⁸ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. h)

heterogeneidades de los instrumentos a ser emitidos de forma de facilitar la evaluación de riesgo de los mismos por parte del Organizador y simplificando los costos de monitoreo por parte de los inversores.

Para la determinación del componente fijo debería establecerse un techo al mismo en relación a una tasa de interés de referencia al momento de la emisión y adquisición de los títulos (por ej. pases, Badlar o remuneración de etas. ctes. en el BCRA más un eventual spread fijo); el Organizador debería contar con la facultad de establecer diferentes tasas máximas, en función de ciertos indicadores de riesgo de la PyME emisora.

Por su parte, el componente variable se establecería como una sobretasa de rendimiento que resultaría de la transferencia de un porcentaje de las utilidades anuales auditadas de la PyME emisora (a ser determinado en cada caso) al FQP. Dicho porcentaje de asignación específica de resultados podría asimismo ser de carácter variable, y que a mayor porcentaje comprometido por la PyME, menor sea la tasa máxima permitida como remuneración fija del instrumento.

En forma complementaria, se podría establecer que una parte (hasta el 20%) de la transferencia de utilidades tome la forma de transferencia de acciones ordinarias de la PyME hacia el FQP. La disponibilidad de balances auditados anualmente permitiría valorar las acciones de la empresa, y así permitir que el componente variable de la remuneración incorpore un mix entre dividendos distribuidos y propiedad accionaria.

4.3.4 Duración

La duración del fideicomiso debería sujetarse a los plazos de los títulos-valores a ser emitidos por las PyMEs, aunque bajo ciertas condiciones de cancelación anticipada de los mismos, el FQP podrá establecer mecanismos de repago anticipado de los valores representativos de deuda.

4.3.5 Monto y Clases

El monto mínimo del FQP deberá ser de \$ 10 millones. En el caso de emisiones por mayor monto, se podrá evaluar la conveniencia de emitir valores representativos de deuda por tramos o clases, que impliquen diferentes prioridades en el cobro (seniority) y por ende diferentes retornos esperados. Así, los primeros \$ 10 millones se asignarían a la clase A y el resto a la clase B. Asimismo, y en función del monto a emitir, se podrá también evaluar la conveniencia de emitir certificados de participación del FQP los que no tendrán un interés explícito, y cuyo cobro estará sujeto al cumplimiento anterior de los compromisos de las clases A y B.

4.3.6 Organizador

La selección de las PyMEs que emitirán las ON objeto de inversión del FQP, será realizada por un Organizador. Los requisitos para ser organizador deberán ser definidos por un comité ad-hoc conformado por integrantes de la FBCBA.

4.3.7 Requisitos Mínimos Establecidos

Conjuntamente con la evaluación del Organizador, se requerirá de las PyMEs interesadas en acceder a esta fuente de financiamiento cumplir con una serie de requisitos mínimos, a saber: poseer una antigüedad operativa mayor a cinco años;

presentar últimos tres balances auditados externamente; presentar plan de negocios que permitiría el acceso al FQP.

4.3.8 Políticas de inversión

Las inversiones del FQP se guiarán por criterios de maximización de rentabilidad de largo plazo, sujeto a criterios de diversificación de riesgo. Del total del fideicomiso se destinará un mínimo de 75% y hasta un máximo de 90% del FQP para ser invertidos en títulos-valores de renta mixta emitidos por empresas PyMEs sujetos a los siguientes límites máximos de concentración como porcentaje del total del FQP: por PyME (hasta 5%), por sector económico en el que opera la PyME (hasta 25%), por provincia en la que desarrolla su actividad principal (hasta 30%). En el caso de PyMEs que ya se encuentran operando en el mercado de valores a través de la operatoria de cheques de pago diferido o valores de corto plazo, dicho límite individual podría ser ampliado (por ej. hasta el 30%).

En el caso del límite por PyME individual (5%), se podría evaluar la posibilidad de establecer un esquema más flexible en donde dicho límite fuera creciente en función de ciertas variables como por ejemplo la estructura de gobierno de la empresa o si la misma utiliza también el financiamiento bancario, ya que revelaría indirectamente un grado de monitoreo mayor de la empresa. O alternativamente se podrían diseñar variantes del FQP que se diferencien en este aspecto, lo que implicaría FQPs invertidos en títulos-valores emitidos por grupos de PyMEs que presentan diferentes riesgos, y por ende diferentes rentabilidades esperadas.

Adicionalmente, el Organizador podría establecer diferenciales por riesgo que se traducirían en primas diferentes sobre la tasa base utilizada para establecer el componente fijo de la rentabilidad.

Consecuentemente, y a los efectos de dotar de cierta liquidez y diversificar riesgos, el FQP podrá destinar hasta un 10% de sus inversiones a instrumentos de renta fija (bonos, fondos comunes de inversión, etc.) emitidos en Argentina o el exterior, y que tengan cotización pública (no sean PyMEs a los efectos de Argentina).

En el caso de PyMEs que tengan relaciones contractuales o comerciales con el fiduciario o con el Organizador, deberá hacerse expresa mención de dicha situación al momento de aprobarse su incorporación al FQP.

4.3.9 Riesgos

Las inversiones realizadas no cuentan con garantía especial en cuanto a la rentabilidad a ser obtenida por el FQP, sea en sus componentes fijo y/o variable. Los valores representativos de deuda emitidos por el fiduciario poseen una rentabilidad esperada asociada a la de los títulos-valores objeto de inversión, pero su efectiva cancelación depende del cumplimiento en tiempo y forma de los compromisos asumidos en los activos subyacentes. Las inversiones del FQP no implican ninguna prerrogativa en cuanto a cobro o tratamiento preferencial respecto del resto de los financiadores de las empresas objeto de inversión del FQP.

Aún cuando podría existir cotización secundaria de los valores representativos de deuda, el hecho de invertir en activos que son -a priori- de baja liquidez, implica que puedan existir dificultades al momento de intentar rescate de los mismos en forma anticipada.

En ningún caso, ni el fiduciario ni la BCBA (o la FBCBA) responderán por una performance no esperada de los activos invertidos en el FQP. La valuación de los activos en los que invierte el FQP se realizará siguiendo el criterio de devengamiento para el componente fijo de renta y, en base a los balances presentados por las empresas participantes y a los dividendos distribuidos, realizará una valuación anual del componente variable de renta.

4.3.10 Participantes y documentos necesarios

Como todo fideicomiso financiero, se requiere el establecimiento de un fiduciario autorizado por la CNV, el que deberá ajustarse a lo establecido por la legislación y la normativa vigente en la materia, particularmente Capítulo 15 de las Normas de la CNV (N.T. 2001).

El FQP deberá contar asimismo con prospecto de emisión que formalice, complemente y amplíe los puntos aquí enumerados; el mismo deberá contar como mínimo con la información requerida por la regulación de la CNV.¹⁹ En toda la documentación relacionada al FQP deberá constar adicionalmente que es un “Fideicomiso Financiero para el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs)”.²⁰

Como ha sido mencionado en los párrafos anteriores, el FQP deberá ajustarse particularmente a lo dispuesto en el Capítulo XV.8 que atañe a los fideicomisos financieros cuyo objeto especial de inversión sean instrumentos destinados al financiamiento de pequeñas y medianas empresas (PyMEs).

Deberá elaborarse y publicarse trimestralmente los estados contables (estado de situación patrimonial, estado de evolución del patrimonio neto, estado de resultados, y estado de origen y aplicación de fondos) del fideicomiso, y anualmente se realizará el balance general del FQP así como una memoria explicativa de la evolución de las inversiones realizadas.

Asimismo, deberá proveer con frecuencia mensual, el informe elaborado por el órgano de fiscalización del fiduciario respecto del FQP, según la normativa vigente.²¹

4.3.11 Fiduciario

La vinculación del fiduciario con las PyMEs objeto de la inversión del FQP deberá ser solo aquella que surja del presente instrumento.

Deberá también establecer un período de suscripción de los valores representativos de deuda no menor a los 10 días hábiles, así como el período de integración luego de la adjudicación (la práctica lo establece generalmente entre 48 hs. y 96 hs.). La adjudicación se realizará por mejor oferta y deberá realizarse previamente un cálculo que permita establecer el valor mínimo de valuación de los títulos-valores y por ende de los valores representativos de deuda.

Aprovechando sinergias con los otros fideicomisos, el fiduciario y/o el Organizador podrán facilitar el acercamiento de las PyMEs objeto de la inversión del FQP ante las

¹⁹ Capítulo VIII, Capítulo XV.9, anexo I, Capítulo XV.10, anexo II de las Normas de la CNV

²⁰ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

²¹ Capítulo XV.5, art. 34 de las Normas de la CNV y art. 294 (inc. 1 y2) de la ley 19550 (de Sociedades Comerciales).

autoridades responsables de programas de financiamiento y/o subsidios existentes para empresas PyMEs, permitiendo el acceso a fuentes adicionales de fondeo; ejemplos de estos programas son los créditos a empresas Fontar-BICE para modernización de procesos y/o productos, las solicitudes de Crédito Fiscal por similar motivo en el marco del Fontar, y aquellos programas administrados por el Ministerio de Industria a través de la Secretaría PyME como el Fonapyme, solicitudes de Crédito Fiscal, Régimen de bonificación de tasas de interés, entre otros.

Simultáneamente, el fiduciario podría realizar gestiones ante organismos multilaterales que cuentan con programas de apoyo y financiamiento a PyMEs para invitarlos a participar como inversores del FQP.

El fiduciario tendrá a su cargo el costo del funcionamiento del FQP y, eventualmente, del Organizador, para lo cual establecerá comisiones con cargo al propio fideicomiso.

4.4 FONDO EQUITY-PYMES (FEP). Descripción del producto

4.4.1 Objetivo del fideicomiso

El FEP tendrá por objeto especial de inversión favorecer el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs) -en los términos del artículo 1º de la Ley 25.300 y complementarias- mediante la adquisición de valores emitidos por micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs)²². En particular, realizará inversiones de riesgo a través de la adquisición de acciones ordinarias de PyMEs establecidas (antigüedad mayor a 5 años) que cumplan determinados requisitos mínimos establecidos y cuya incorporación al fideicomiso sea aprobada por el Organizador.

En el mediano plazo, se espera que este mecanismo sirva de puerta de entrada para que las PyMEs seleccionadas se incorporen al régimen de oferta pública para luego cotizar públicamente sus acciones. En la medida que ello ocurra, el FEP se fortalecería al dotarlo de mayor transparencia y flexibilidad, y acceso a fuentes de fondeo adicionales.

4.4.2 Caracterización legal

El FEP se regirá por las ley 24441 (de Fideicomiso) y sus normas reglamentarias, complementarias y modificatorias. El FEP estará constituido por los aportes realizados por los inversores, los que se invertirán en los activos establecidos y estarán representados por valores representativos de deuda del fideicomiso. El FEP será un fideicomiso financiero con oferta pública de los valores emitidos, cuyos inversores podrán ser aquellos que reúnan las características de inversores calificados en los términos de los Capítulos VI.7 art. 25 de las normas de la CNV.²³

La autorización para operar al FEP bajo el régimen de oferta pública conlleva las correspondientes implicancias impositivas del caso, tanto para las operaciones realizadas por el FEP como para los inversores adquirentes de los valores representativos de deuda.

²² Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

²³ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. h)

4.4.3 Duración

El fideicomiso tendrá una duración mínima de 2 años²⁴, luego de lo cual deberían existir cláusulas de recompra de acciones por parte de la PyME o bien la disposición de las mismas por parte de los inversores del FEP.

4.4.4 Monto y clases

El monto mínimo del FEP deberá ser de \$ 10 millones. En el caso de emisiones por mayor monto, se podrá evaluar la conveniencia de emitir valores representativos de deuda por tramos o clases, que impliquen diferentes prioridades en el cobro (seniority) y por ende diferentes retornos esperados. Así, los primeros \$ 10 millones se asignarían a la clase A y el resto a la clase B. Asimismo, y en función del monto a emitir, se podrá también evaluar la conveniencia de emitir certificados de participación del FEP los que no tendrán un interés explícito, y cuyo cobro estará sujeto al cumplimiento anterior de los compromisos de las clases A y B.

4.4.5 Organizador

La selección de las PyMEs que emitirán las ON objeto de inversión del FEP, será realizada por un Organizador. Los requisitos para ser organizador deberán ser definidos por un comité ad-hoc conformado por integrantes de la FBCBA.

4.4.6 Requisitos Mínimos Establecidos

Conjuntamente con la evaluación del Organizador, se requerirá de las PyMEs interesadas en acceder a esta fuente de financiamiento cumplir con una serie de requisitos mínimos, a saber: poseer una antigüedad operativa mayor a cinco años; presentar últimos tres balances auditados externamente; presentar plan de negocios que permitiría el acceso al FEP; no poseer acciones de voto múltiple; prácticas de transparencia que permita contar con balances trimestrales (para así valorar trimestralmente las tenencias del fideicomiso)

4.4.7 Políticas de inversión

Las inversiones del FEP se guiarán por criterios de maximización de rentabilidad de largo plazo, sujeto a criterios de diversificación de riesgo. Del total del fideicomiso se destinará un mínimo de 75% y hasta un máximo de 90% del FEP para ser invertidos en acciones ordinarias de empresas PyMEs sujetos a los siguientes límites máximos de concentración como porcentaje del total del FEP: por PyME (hasta 5%), por sector económico en el que opera la PyME (hasta 25%), por provincia en la que desarrolla su actividad principal (hasta 30%). En el caso de acciones de PyMEs encuadradas en el régimen de oferta pública, el Organizador podrá aumentar dichos límites hasta un 30%.

En el caso del límite por PyME individual (5%), se podría evaluar la posibilidad de establecer un esquema más flexible en donde dicho límite fuera creciente en función de ciertas variables como por ejemplo la estructura de gobierno de la empresa o si la

²⁴ Según las Normas de la CNV, Capítulo XII.5, art. 20 inc. j)

misma utiliza también el financiamiento bancario, ya que revelaría indirectamente un grado de monitoreo mayor de la empresa. O alternativamente se podrían diseñar variantes del FEP que se diferencien en este aspecto, lo que implicaría FEPs invertidos en acciones de grupos de PyMEs que presentan diferentes riesgos, y por ende diferentes rentabilidades esperadas.

Consecuentemente, y a los efectos de dotar de cierta liquidez y diversificar riesgos, el FEP podrá destinar hasta un 10% de sus inversiones a instrumentos de renta variable (acciones, fondos comunes de inversión, etc.) emitidos en Argentina o el exterior, y que tengan cotización pública (no sean PyMEs a los efectos de Argentina). En el caso de PyMEs que tengan relaciones contractuales o comerciales con el fiduciario o con el Organizador, deberá hacerse expresa mención de dicha situación al momento de aprobarse su incorporación al FEP.

4.4.8 Riesgos

Las inversiones realizadas no cuentan con garantía especial en cuanto a la rentabilidad a ser obtenida por el FEP. Los valores representativos de deuda emitidos por el fiduciario poseen una rentabilidad esperada asociada a la de los títulos-valores objeto de inversión, pero su efectiva cancelación depende del cumplimiento en tiempo y forma de los compromisos asumidos en los activos subyacentes. Las inversiones del FEP no implican ninguna prerrogativa en cuanto a cobro o tratamiento preferencial respecto del resto de los financiadores de las empresas objeto de inversión del FEP. Aún cuando podría existir cotización secundaria de los valores representativos de deuda, el hecho de invertir en activos que son -a priori- de baja liquidez, implica que puedan existir dificultades al momento de intentar rescate de los mismos en forma anticipada.

En ningún caso, ni el fiduciario ni la BCBA (o la FBCBA) responderán por una performance no esperada de los activos invertidos en el FEP. La valuación de los activos en los que invierte el FEP se realizará trimestralmente en base a los balances presentados por las empresas participantes y a los dividendos distribuidos; dicha información podrá servir de referencia para la valuación de los valores representativos de deuda para potenciales compradores/vendedores de las mismas.

4.4.9 Participantes y documentos necesarios

Como todo fideicomiso financiero, se requiere el establecimiento de un fiduciario autorizado por la CNV, el que deberá ajustarse a lo establecido por la legislación y la normativa vigente en la materia, particularmente Capítulo 15 de las Normas de la CNV (N.T. 2001).

El FEP deberá contar asimismo con prospecto de emisión que formalice, complemente y amplíe los puntos aquí enumerados; el mismo deberá contar como mínimo con la información requerida por la regulación de la CNV.²⁵ En toda la documentación relacionada al FEP deberá constar adicionalmente que es un "Fideicomiso Financiero para el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs)".²⁶

Como ha sido mencionado en los párrafos anteriores, el FEP deberá ajustarse particularmente a lo dispuesto en el Capítulo XV.8 que atañe a los fideicomisos

²⁵ Capítulo VIII, Capítulo XV.9, anexo I, Capítulo XV.10, anexo II de las Normas de la CNV

²⁶ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

financieros cuyo objeto especial de inversión sean instrumentos destinados al financiamiento de pequeñas y medianas empresas (PyMEs).

Deberá elaborarse y publicarse trimestralmente los estados contables (estado de situación patrimonial, estado de evolución del patrimonio neto, estado de resultados, y estado de origen y aplicación de fondos) del fideicomiso, y anualmente se realizará el balance general del FEP así como una memoria explicativa de la evolución de las inversiones realizadas.

Asimismo, deberá proveer con frecuencia mensual, el informe elaborado por el órgano de fiscalización del fiduciario respecto del FEP, según la normativa vigente.²⁷

4.4.10 Fiduciario

La vinculación del fiduciario con las PyMEs objeto de la inversión del FEP deberá ser solo aquella que surja del presente instrumento.

Deberá también establecer un período de suscripción de los valores representativos de deuda no menor a los 10 días hábiles, así como el período de integración luego de la adjudicación (la práctica lo establece generalmente entre 48 hs. y 96 hs.). La adjudicación se realizará por mejor oferta y deberá realizarse previamente un cálculo que permita establecer el valor mínimo de valuación de los títulos-valores y por ende de los valores representativos de deuda.

Aprovechando sinergias con los otros fideicomisos, el fiduciario y/o el Organizador podrán facilitar el acercamiento de las PyMEs objeto de la inversión del FEP ante las autoridades responsables de programas de financiamiento y/o subsidios existentes para empresas PyMEs, permitiendo el acceso a fuentes adicionales de fondeo; ejemplos de estos programas son los créditos a empresas Fontar-BICE para modernización de procesos y/o productos, las solicitudes de Crédito Fiscal por similar motivo en el marco del Fontar, y aquellos programas administrados por el Ministerio de Industria a través de la Secretaría PyME como el Fonapyme, solicitudes de Crédito Fiscal, Régimen de bonificación de tasas de interés, entre otros.

Simultáneamente, el fiduciario podría realizar gestiones ante organismos multilaterales que cuentan con programas de apoyo y financiamiento a PyMEs para invitarlos a participar como inversores del FEP.

El fiduciario tendrá a su cargo el costo del funcionamiento del FEP y, eventualmente, del Organizador, para lo cual establecerá comisiones con cargo al propio fideicomiso.

Debido a las limitaciones legales que podrían ser eventualmente aplicables (ley 24083 de fondos comunes de inversión), el fiduciario no podrá ejercer más del 5% del derecho de voto en las decisiones societarias de las empresas en las que el FEP invierte, por lo que parecería prudente también que la inversión realizada por el FEP no represente más del 5% del capital social de cada PyME. Sin embargo, se espera que el fiduciario ejerza dichos votos y actúe en beneficio de los inversores del FEP.

²⁷ Capítulo XV.5, art. 34 de las Normas de la CNV y art. 294 (inc. 1 y2) de la ley 19550 (de Sociedades Comerciales).

4.5 FONDO EQUITY-EMPRENDEDOR (FEE). Descripción del producto

4.5.1 Objetivo del fideicomiso

El FEE tendrá por objeto especial de inversión favorecer el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs) -en los términos del artículo 1º de la Ley 25.300 y complementarias- mediante la adquisición de valores emitidos por micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs)²⁸. En particular, realizará inversiones de riesgo a través de la adquisición de acciones ordinarias de PyMEs operando en sectores con base tecnológica (software, biotecnología, IT, etc), con antigüedad menor a 2 años, y que cumplan determinados requisitos mínimos establecidos y cuya incorporación al fideicomiso sea aprobada por el Organizador.

En el mediano plazo, se espera que este mecanismo sirva de puerta de entrada para que las PyMEs seleccionadas se incorporen al régimen de oferta pública para luego cotizar públicamente sus acciones. En la medida que ello ocurra, el FEE se fortalecería al dotarlo de mayor transparencia y flexibilidad, y acceso a fuentes de fondeo adicionales.

4.5.2 Caracterización legal

El FEE se registrará por las ley 24441 (de Fideicomiso) y sus normas reglamentarias, complementarias y modificatorias. El FEE estará constituido por los aportes realizados por los inversores, los que se invertirán en los activos establecidos y estarán representados por valores representativos de deuda del fideicomiso. El FEE será un fideicomiso financiero con oferta pública de los valores emitidos, cuyos inversores podrán ser aquellos que reúnan las características de inversores calificados en los términos de los Capítulos VI.7 art. 25 de las normas de la CNV.²⁹ Eventualmente, se podrá evaluar la conveniencia y factibilidad de incorporar al Profiet (administrado por el MinCyT) como inversor del FEE.

La autorización para operar al FEE bajo el régimen de oferta pública conlleva las correspondientes implicancias impositivas del caso, tanto para las operaciones realizadas por el FEE como para los inversores adquirentes de los valores representativos de deuda.

4.5.3 Duración

El fideicomiso tendrá una duración mínima de 2 años³⁰, luego de lo cual deberían existir cláusulas de recompra de acciones por parte de la PyME o bien la disposición de las mismas por parte de los inversores del FEE.

4.5.4 Monto y clases

El monto mínimo del FEE deberá ser de \$ 10 millones. En el caso de emisiones por mayor monto, se podrá evaluar la conveniencia de emitir valores representativos de deuda por tramos o clases, que impliquen diferentes prioridades en el cobro (seniority) y por ende diferentes retornos esperados. Así, los primeros \$ 10 millones se asignarían a la clase A y el resto a la clase B. Asimismo, y en función del monto a

²⁸ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

²⁹ Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. h)

³⁰ Según las Normas de la CNV, Capítulo XII.5, art. 20 inc. j)

emitir, se podrá también evaluar la conveniencia de emitir certificados de participación del FUS los que no tendrán un interés explícito, y cuyo cobro estará sujeto al cumplimiento anterior de los compromisos de las clases A y B.

4.5.5 Organizador

La selección de las PyMEs que emitirán las ON objeto de inversión del FUS, será realizada por un Organizador. Los requisitos para ser organizador deberán ser definidos por un comité ad-hoc conformado por integrantes de la FBCBA.

4.5.6 Requisitos Mínimos Establecidos

Conjuntamente con la evaluación del Organizador, se requerirá de las PyMEs interesadas en acceder a esta fuente de financiamiento cumplir con una serie de requisitos mínimos, a saber: poseer una antigüedad operativa menor a dos años; presentar un balance anual con auditoría externa; presentar plan de negocios que permitiría el acceso al FEE; no poseer acciones de voto múltiple; plan de modernización operativa que muestre el compromiso de contar con balances semestrales (para así valorar semestralmente las tenencias del fideicomiso)

4.5.7 Políticas de inversión

Las inversiones del FEE se guiarán por criterios de maximización de rentabilidad de largo plazo, sujeto a criterios de diversificación de riesgo. Del total del fideicomiso se destinará un mínimo de 60% y hasta un máximo de 80% del FEE para ser invertidos en acciones ordinarias de empresas PyMEs con base tecnológica sujetos a los siguientes límites máximos de concentración como porcentaje del total del FEE: por PyME (hasta 5%), por sector económico en el que opera la PyME (hasta 35%). En el caso de acciones de PyMEs encuadradas en el régimen de oferta pública, el Organizador podrá aumentar dichos límites hasta un 30%.

En el caso del límite por PyME individual (5%), se podría evaluar la posibilidad de establecer un esquema más flexible en donde dicho límite fuera creciente en función de ciertas variables como por ejemplo el acceso a fuentes adicionales de fondeo (sean públicas o privadas), orientación exportadora, etc. O alternativamente se podrían diseñar variantes del FEE que se diferencien en este aspecto, lo que implicaría FEEs invertidos en acciones de grupos de PyMEs que presentan diferentes riesgos, y por ende diferentes rentabilidades esperadas.

Consecuentemente, y a los efectos de dotar de cierta liquidez y diversificar riesgos, el FEE podrá destinar hasta un 20% de sus inversiones a instrumentos de renta variable (acciones, fondos comunes de inversión, etc.) emitidos en Argentina o el exterior, y que tengan cotización pública (no sean PyMEs a los efectos de Argentina). En el caso de PyMEs que tengan relaciones contractuales o comerciales con el fiduciario o con el Organizador, deberá hacerse expresa mención de dicha situación al momento de aprobarse su incorporación al FEE.

4.5.8 Riesgos

Las inversiones realizadas no cuentan con garantía especial en cuanto a la rentabilidad a ser obtenida por el FEE. Los valores representativos de deuda emitidos por el fiduciario poseen una rentabilidad esperada asociada a la de los títulos-valores

objeto de inversión, pero su efectiva cancelación depende del cumplimiento en tiempo y forma de los compromisos asumidos en los activos subyacentes. Las inversiones del FEE no implican ninguna prerrogativa en cuanto a cobro o tratamiento preferencial respecto del resto de los financiadores de las empresas objeto de inversión del FEE.

Aún cuando podría existir cotización secundaria de los valores representativos de deuda, el hecho de invertir en activos que son -a priori- de baja liquidez, implica que puedan existir dificultades al momento de intentar rescate de los mismos en forma anticipada.

En ningún caso, ni el fiduciario ni la BCBA (o la FBCBA) responderán por una performance no esperada de los activos invertidos en el FEE. La valuación de los activos en los que invierte el FEE se realizará semestralmente en base a los balances presentados por las empresas participantes y a los dividendos distribuidos; dicha información podrá servir de referencia para la valuación de los valores representativos de deuda para potenciales compradores/vendedores de las mismas.

4.5.9 Participantes y documentos necesarios

Como todo fideicomiso financiero, se requiere el establecimiento de un fiduciario autorizado por la CNV, el que deberá ajustarse a lo establecido por la legislación y la normativa vigente en la materia, particularmente Capítulo 15 de las Normas de la CNV (N.T. 2001).

El FEE deberá contar asimismo con prospecto de emisión que formalice, complemente y amplíe los puntos aquí enumerados; el mismo deberá contar como mínimo con la información requerida por la regulación de la CNV.³¹ En toda la documentación relacionada al FEE deberá constar adicionalmente que es un “Fideicomiso Financiero para el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs)”.³²

Como ha sido mencionado en los párrafos anteriores, el FEE deberá ajustarse particularmente a lo dispuesto en el Capítulo XV.8 que atañe a los fideicomisos financieros cuyo objeto especial de inversión sean instrumentos destinados al financiamiento de pequeñas y medianas empresas (PyMEs).

Deberá elaborarse y publicarse trimestralmente los estados contables (estado de situación patrimonial, estado de evolución del patrimonio neto, estado de resultados, y estado de origen y aplicación de fondos) del fideicomiso, y anualmente se realizará el balance general del FEE así como una memoria explicativa de la evolución de las inversiones realizadas.

Asimismo, deberá proveer con frecuencia mensual, el informe elaborado por el órgano de fiscalización del fiduciario respecto del FEE, según la normativa vigente.³³

4.5.10 Fiduciario

La vinculación del fiduciario con las PyMEs objeto de la inversión del FEE deberá ser solo aquella que surja del presente instrumento.

³¹ Capítulo VIII, Capítulo XV.9, anexo I, Capítulo XV.10, anexo II de las Normas de la CNV

³² Según las Normas de la CNV, Capítulo XV.8, art. 38 inc. d)

³³ Capítulo XV.5, art. 34 de las Normas de la CNV y art. 294 (inc. 1 y2) de la ley 19550 (de Sociedades Comerciales).

Deberá también establecer un período de suscripción de los valores representativos de deuda no menor a los 10 días hábiles, así como el período de integración luego de la adjudicación (la práctica lo establece generalmente entre 48 hs. y 96 hs.). La adjudicación se realizará por mejor oferta y deberá realizarse previamente un cálculo que permita establecer el valor mínimo de valuación de los títulos-valores y por ende de los valores representativos de deuda.

Aprovechando sinergias con los otros fideicomisos, el fiduciario y/o el Organizador podrán facilitar el acercamiento de las PyMEs objeto de la inversión del FEE ante las autoridades responsables de programas de financiamiento y/o subsidios existentes para empresas PyMEs, permitiendo el acceso a fuentes adicionales de fondeo; ejemplos de estos programas son los créditos a empresas Fontar-BICE para modernización de procesos y/o productos, las solicitudes de Crédito Fiscal por similar motivo en el marco del Fontar, y aquellos programas administrados por el Ministerio de Industria a través de la Secretaría PyME como el Fonapyme, solicitudes de Crédito Fiscal, Régimen de bonificación de tasas de interés, entre otros.

Simultáneamente, el fiduciario podría realizar gestiones ante organismos multilaterales que cuentan con programas de apoyo y financiamiento a PyMEs para invitarlos a participar como inversores del FEE.

El fiduciario tendrá a su cargo el costo del funcionamiento del FEE y, eventualmente, del Organizador, para lo cual establecerá comisiones con cargo al propio fideicomiso. Debido a las limitaciones legales que podrían ser eventualmente aplicables (ley 24083 de fondos comunes de inversión), el fiduciario no podrá ejercer más del 5% del derecho de voto en las decisiones societarias de las empresas en las que el FEE invierte, por lo que parecería prudente también que la inversión realizada por el FEE no represente más del 5% del capital social de cada PyME. Sin embargo, se espera que el fiduciario ejerza dichos votos y actúe en beneficio de los inversores del FEE.

5. Estrategia. Desarrollo para la implementación de los instrumentos³⁴.

En primer término, destacamos lo atractivo que representa para la PYME la posibilidad de financiarse a través del mercado.

En todos los casos fue unánime el consenso encontrado respecto a la necesidad de las PYMEs de encontrar alternativas de financiamiento a las actuales por lo que entendemos que existe un amplio mercado para desarrollar no solo e materia de financiamiento sino también en educación financiera dirigida a las PYMEs, a los efectos de facilitar el entendimiento de los gerenciadorees en cuanto a políticas, procesos y responsabilidades que se manifiestan al comenzar el proceso de financiarse mediante el Mercado.

Por otra parte, no podemos dejar de mencionar que para los inversores bursátiles el único atractivo va a ser la TNA o el rendimiento del activo, medido en la duración que tenga el mismo y también el colateral del mismo. De estos factores va a surgir el atractivo para el inversor.

Por lo general podemos afirmar que el inversor no conoce el mercado PYME, no lo entiende y mientras tenga un aval liquido y un rendimiento mayor por otros productos del mercado, es razonable pensar que se inclinará por estos.

Frente a este panorama, podría seducirse al inversor si la BCBA otorgue las garantías y la liquidez necesarias para que el mercado comience a funcionar.

Tengamos presente que los inversores no tradicionales en la actualidad invierten en fideicomisos con carteras de código de descuento al 18 TNA promedio con una duración de 6.5 meses.

Con relación a la posibilidad de desarrollar un mercado secundario para los instrumentos propuestos, cabría considerar si la BCBA podría otorgarle liquidez para el primer año, a través de un fondo con el objetivo de lograr el acercamiento de interesados y crear un volumen de transacciones a través del tiempo de manera que otorgue confianza a dicho mercado secundario.

Obstáculos.

- Desconocimiento de la posibilidad de conseguir financiamiento por fuera de los Bancos
- Falta de Profesionalismo dentro de la estructura de la PYME para entender procesos y mecanismos
- Falta de tiempo del empresario PYME para dedicarse a comprender los procesos
- Falta de herramientas de gestión económicas y financieras para presentar al mercado el negocio (ej. *desarrollar el flujo verdadero*)
- Necesidad diaria de fondos para aplicar a urgencias y pagos en negro
- Informalidad dentro de la PYME, (*empleados no registrados, administración unipersonal, deuda informal*)

³⁴ El presente documento fue elaborado con la opinión de los operadores del mercado, a partir de cuestionario que obra anexo al presente.

Al respecto, con solo informar a las PYMEs la posibilidad de financiamiento a través de la BCBA entendemos que se lograría ponerlas a disposición, pero la ilusión duraría poco al tomar el inversor verdadero conocimiento de los obstáculos que enumeramos.

Por lo que sostenemos que el acercamiento de las PYMEs al Mercado debe ser llevado a cabo bajo una perspectiva de educación que colabore para la auto adecuación de las estructuras legales y contables de las PYMEs para la obtención del financiamiento.

En este sentido, las urgencias de financiación de las PYMEs las encuentra participando en el mercado negro que podría sustituirse por el mercado formal, para lo cual la BCBA podría implementar un plan estratégico de educación para las PYMES que les de acceso gradual al mercado, ya sea en primer término para efectivizar cheques de clientes y así gradualmente para la búsqueda de participación a manera de equity

6. Desarrollo de los Procedimientos necesarios para implementar uno o varios de los Instrumentos propuestos. Análisis de alternativas para mitigar problemas detectados (falta de liquidez, confiabilidad de la información, costos fijos para la pyme, etc)

6.1. Introducción

El acceso al financiamiento (particularmente en el caso de PyMEs) es un tema que se encuentra en las prioridades de la agenda de políticas públicas en Argentina; este nicho particular del mercado ha estado históricamente relegado de los mercados formales de financiamiento. Este interés por promover el acceso al financiamiento por parte de PyMEs pareciera haber retomado ímpetu una vez que los efectos de la crisis del 2008-2009 se fueron diluyendo. Evidencia anecdótica muestra que los intereses del sector público y privado están alineados en promover iniciativas como la aquí propuesta.³⁵ Asimismo, el cambio observado a nivel global en términos de renovado apetito por el riesgo y búsqueda de alternativas novedosas de inversión, provee un marco propicio para retomar esfuerzos en esta línea.

Aprovechando esta favorable coyuntura, el trabajo conjunto y articulado entre todos los participantes debería estar orientado entonces a la persecución de la eficiencia en su implementación (minimización de costos), a la correcta administración de riesgos, y a la búsqueda de consensos en las reformas regulatorias/normativas que fueren necesarias. El éxito de propuestas como estas dependen crucialmente de lo anterior, y por ello se requiere aprender de las experiencias pasadas de forma de evitar los costos reputacionales asociados a experiencias fallidas, y poder así generar una dinámica positiva en el mercado de capitales como elemento de financiamiento de PyMEs.

La efectiva implementación de una propuesta de este tipo presenta una serie de riesgos y costos que deben ser identificados y, en la medida de lo posible minimizados. Asimismo, varios de los desafíos que se presentan son específicos de esta propuesta y por lo tanto no existe experiencia relevante que pueda ser adaptada fácilmente. Por ello, en primer término se requiere un trabajo coordinado entre las instituciones que directa o indirectamente están involucradas en el proceso: FBCBA, operadores de mercado, potenciales inversores, empresas PyMEs y asociaciones empresarias, instituciones públicas y privadas dedicadas al trabajo y promoción de PyMEs, y la Comisión Nacional de Valores como organismo de regulación y supervisión de los mercados de valores.

³⁵ Como ejemplo reciente, el 7 de julio de 2011 la agencia provincial Invierta Buenos Aires presentó en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires un programa de asistencia técnica y financiera a PyMEs.

6.2. Riesgos

En lo relativo a los riesgos, los mismos están asociados a los riesgos inherentes de los activos subyacentes de los fideicomisos financieros y las inversiones de los fondos comunes de inversión (riesgo de mercado, riesgo de crédito y riesgo operativo) al que en estos casos particulares corresponde añadir el riesgo de liquidez.³⁶

6.2.1. Identificación de riesgos

El **riesgo de mercado** viene dado por variaciones en el valor de las acciones objeto de inversión; en la tasa de interés que afecten el valor tanto de las acciones como de los instrumentos híbrido y de renta fija; y en el tipo de cambio que afectaría el valor de las inversiones en forma directa por pérdida de valor en moneda dura, y en forma indirecta en la rentabilidad de las empresas en las que se invierte dependiendo la exposición que estas tengan a variaciones en el tipo de cambio (perfil exportador/importador, insumos locales/internacionales, etc.).³⁷

Por su parte, el **riesgo de crédito** viene dado por incumplimientos parciales o totales por parte de las PyMEs en el pago de capital y/o intereses de los títulos de deuda por ellas emitidos y que serán objeto de inversión.

El **riesgo operativo** se deriva de fallas en la administración de los fondos por parte del fiduciario y/o la sociedad gerente, que implique la imposibilidad de los fondos de cumplir con los compromisos asumidos con los inversionistas.

Finalmente, el **riesgo de liquidez** viene dado por el hecho de que las inversiones de los fideicomisos/fondos, sean instrumentos de renta variable, fija o híbridos, serán principalmente en instrumentos que no cuentan con cotización pública ni mercados secundarios, por lo que se reduce el espectro de potenciales inversores dificultando así la liquidación/rescate de las posiciones y/o aumentando el spread.

6.2.2. Administración de riesgos

Habiéndose identificado los riesgos, corresponde entonces explorar los mecanismos a través de los cuales los mismos se pueden administrar y minimizar.

a) Riesgos de valor de acciones y de crédito

Como fue explicado en el capítulo anterior, los fideicomisos/fondos se estructurarán a través de un set de inversiones con parámetros específicos de diversificación por empresa, sector en el que opera y localización geográfica. Esta estrategia es el primer

³⁶ Excepto en el caso del FON que invertirá en obligaciones negociables con cotización.

³⁷ Podría también existir un riesgo indirecto de pérdida de valor de las acciones por variaciones en la tasa de interés en aquellas empresas donde esta variable fuera relevante en el giro del negocio (creemos que por la naturaleza PyME, este riesgo indirecto es derivado en mayor medida por exposición al tipo de cambio).

pilar para administrar **riesgos de mercado (riesgo de valor de acciones) y de crédito**.

Para poder determinar la composición óptima del portafolio de inversión en cada caso, se requiere contar con información estadística respecto de la performance de las empresas a lo largo del tiempo para así establecer retornos esperados, sus desvíos y correlaciones.³⁸ Esta información no es fácilmente accesible en el caso de PyMEs. En el caso de las PyMEs industriales que operan en Argentina, la Encuesta Estructural de PyMEs realizada por el Observatorio PyME de la UIA se constituye en una valiosa fuente de información estadística para llevar a cabo el análisis cuantitativo descripto, por lo menos para un subconjunto de las empresas PyMEs.³⁹ Asimismo, se podrían explorar mecanismos de cooperación con agencias estatales dedicadas al universo PyME y que cuentan con información estadística sobre estas empresas (por ej. la SePyME). También puede ser valioso el aporte de entidades dedicadas a asistir a las PyMEs a generar información profesionalmente estructurada.

Un elemento complementario en el manejo de los riesgos mencionados en el párrafo anterior es la utilización de garantías en el caso de los títulos de deuda emitidos por PyMEs. En este caso, se podría utilizar un mecanismo ya existente en los mercados de capitales como son las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) que actúan en la operatoria de cheques de pago diferido. Ello implicaría que las PyMEs interesadas deberían constituirse en socias de una SGR de forma de acceder al otorgamiento de avales para sus emisiones de deuda. Asimismo, esto también tendría externalidades positivas en cuanto al monitoreo que realizan las propias SGR sobre la calidad crediticia de sus potenciales socios y la información estadística que dichas SGR tienen sobre el universo PyME.

b) Riesgos de tipo de cambio y tasa de interés

En el caso de los otros **riesgos de mercado (de tipo de cambio y tasa de interés)** las opciones en este sentido son más limitadas dado el escaso desarrollo de instrumentos derivados para cobertura de este tipo de riesgos en los mercados locales. En el caso de cobertura ante variaciones del tipo de cambio, existen dos mercados donde se comercializan futuros de dólar: el Mercado Abierto Electrónico (MAE)⁴⁰ y el Rofex⁴¹. En el caso de cobertura de tasa de interés, en el MAE existen dos instrumentos: futuro de Badlar y swap de Badlar por tasa fija; sin embargo, es muy bajo el grado de desarrollo de estos dos instrumentos por lo que la liquidez de los mismos es un aspecto a considerar.

Las opciones disponibles de cobertura de estos riesgos estarían disponibles tanto para las empresas como para los propios fondos. Bajo el supuesto de que los certificados de participación o cuota-partes a ser emitidas por los fideicomisos/fondos así como los instrumentos de deuda a ser adquiridos por estos lo serán en moneda

³⁸ Para mayores detalles, ver Anexo Metodológico

³⁹ También existe la Encuesta Coyuntural de PyMEs de software y servicios informáticos que operan en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, pero la misma no dispondría de suficientes observaciones para los cálculos requeridos.

⁴⁰ Mercado OCT-MAE (Operaciones Compensadas a Término)

⁴¹ En el Rofex también existen contratos de opciones de futuros de dólar

local, el riesgo de tipo de cambio se limita a la exposición de las propias empresas a cambios en esta variable. Así, serían ellas quienes deberían cubrir el mismo utilizando los instrumentos descritos; sin embargo, siendo quizás el costo de acceder a estas coberturas lo que podría (junto a otros factores) limitar la participación de las empresas, se debería evaluar la conveniencia de que los administradores de los fideicomisos/fondos coordinaran las demandas de las empresas por dichos instrumentos, negociando con los mercados correspondientes condiciones más favorables para aquellas. Las estrategias de cobertura podrían ser también de carácter parcial de los riesgos asumidos.

c) Riesgo operativo (empresas)

En lo referido al **riesgo operativo**, el mismo afecta tanto a las empresas objetos de inversión como al propio administrador de los fondos (fiduciario o sociedad gerente) y custodia de los valores (sociedad depositaria).

En el primer caso, el riesgo operativo tiene principalmente relación con fallas en los procesos internos, personas o sistemas de la empresa, que afectan su negocio generando potenciales pérdidas. Para poder administrar mejor dicho riesgo desde la perspectiva de los fondos inversores, se sugiere incorporar un elemento adicional dentro de la evaluación que se hará de cada empresa individual; el mismo consiste en relevar las prácticas de gobernanza que sigue la empresa.⁴²

En este aspecto, la recomendación implica relevar ciertos aspectos de la empresa que van más allá del tradicional análisis del “*character*” de los deudores y del cumplimiento formal de requerimientos legales de documentación de la empresa (estatuto, balances auditados, etc.). Ello implicaría verificar, entre otros, aspectos tales como la composición, estructura y pautas de funcionamiento del directorio, la existencia de procesos de control interno, las características de la auditoría externa, la composición accionaria y tipos de acciones, funcionamiento de la asamblea de accionistas, calidad y periodicidad de la información puesta a disposición de accionistas, directores; en el caso particular de empresas de tipo familiar, deberían también evaluarse los procedimientos y reglas destinados a administrar la relación familia-empresa (por ej. existencia de protocolo de familia, consejo de familia), los planes de sucesión, las condiciones para que miembros de la familia se incorporen a la empresa, etc.

En este punto, un elemento adicional de mitigación de este riesgo consiste en la formación y capacitación de las PyMEs en cuanto a la importancia de dichas prácticas. Estudios empíricos muestran que debilidades en las prácticas de gobernanza son una causa importante de mortandad en el caso de PyMEs familiares al momento de realizar la primera sucesión al miembro fundador.

⁴² Es lo que a nivel internacional se conoce como “corporate governance”, tema que ha estado en la agenda de políticas pública a nivel internacional desde mediados de la década del 90. Esto, dada la relevancia que dichas prácticas tienen a nivel micro en la sostenibilidad de los negocios, y a nivel macro en la estabilidad de los mercados financieros. Nuevamente, la crisis 2008-2009 da testimonio de cómo fallas en la estructura de gobernanza de empresas, intermediarios financieros, etc. pueden generar pérdidas importantes para accionistas, acreedores y contribuyentes.

Asimismo, se podría evaluar la conveniencia de generar incentivos adicionales en las PyMEs a través de mejores condiciones de acceso al financiamiento que reflejen el menor riesgo asociado a estas prácticas. En este punto, las actividades se podrían coordinar con otras que ya son llevadas adelante por universidades u organismos dedicados a las PyMEs. La FBCBA podría también orientar actividades de capacitación con este propósito. Es también importante que las PyMEs exitosas en este aspecto se conviertan en impulsores entre sus pares respecto de la importancia de abordar estos riesgos de la forma más eficiente.

d) Riesgo operativo (administradores)

Para minimizar el **riesgo operativo** en el caso de los administradores del fondo (fiduciario o sociedad gerente) **existen mecanismos de tipo externo e interno.**

Para los mecanismos de tipo externo en los fideicomisos financieros, tanto la legislación (ley 24441) como la regulación han establecido una serie de requisitos para los fideicomisos que atienden la cuestión del riesgo operativo de estas instituciones. En primer término, se prohíbe al fiduciario ser asimismo beneficiario del fideicomiso, se limita la relación societaria entre fiduciario y fiduciantes, se establecen requisitos de capital mínimo para operar como fiduciario (requerimientos patrimoniales), registro ante la CNV, requisitos de idoneidad de los miembros de los órganos de administración y control de la entidad fiduciaria; también rigen para ellos las inhabilidades e incapacidades establecidas en la ley de entidades financieras. Asimismo, se requiere por parte del fiduciario la presentación de estados contables auditados con frecuencia trimestral. Los fiduciarios se encuentran asimismo bajo la regulación y supervisión de la CNV.

En el caso de los fondos comunes de inversión, existe una separación entre las funciones de administración del fondo (sociedad gerente) y de custodia de los valores objeto de inversión del fondo (sociedad depositaria) establecidas en la ley 24.083 de fondos comunes de inversión. Dicha ley establece las responsabilidades y requisitos de los administradores de los fondos, las prohibiciones en cuanto a incompatibilidades de funciones (por ej. desempeñarse conjuntamente en una sociedad gerente y en la sociedad depositaria), el patrimonio mínimo para operar la sociedad gerente y depositaria, la obligatoriedad de que el síndico de la sociedad gerente y depositaria cumpla con tareas adicionales de contralor a las que establece la ley de sociedades comerciales, la obligación de adoptar un reglamento de gestión del fondo que cumpla con ciertas pautas mínimas, limitaciones de ciertas inversiones con potenciales conflictos de interés (inversiones con partes relacionadas), y requisitos de publicación de información relevante en cuanto a los fondos administrados (composición de la cartera, estado de resultados y balance del fondo, cantidad de cuota-partes emitidas).

Asimismo, tanto las sociedades gerentes como depositarias se encuentran bajo la regulación y supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV) según lo establecido en la ley mencionada. La CNV es el organismo encargado de autorizar el funcionamiento de las sociedades gerentes y depositarias, para lo cual existe un procedimiento que las mismas deben cumplir para su registración, a la vez que luego se encuentran obligadas a un mecanismo de provisión de información periódica a la

CNV. Así, la ley, las reglamentaciones, y la CNV se convierten en uno de los dos mecanismos para minimizar el riesgo operativo. A los fines de facilitar el proceso de autorización de nuevas administradoras, la CNV puso a disposición un reglamento de gestión modelo, que permite una autorización más rápida en el caso de su adopción por parte de los potenciales administradores, a la vez que reduce los costos de inscripción.

En cuanto a los **mecanismos internos**, los mismos responden a políticas y procesos a ser seguidos por los administradores y custodios y que van más allá de lo estipulado por la legislación y las normas. Dentro de estos mecanismos podría inscribirse la participación de un Comité Asesor conformado por la FBCBA, especialistas y otras instituciones que no solo tendrían funciones técnicas en cuanto a la selección de las empresas objeto de inversión, sino que también podrían brindar un elemento adicional de contralor sobre la administradora. En este caso debe considerarse que las figuras legales de control y auditoría de los fiduciarios, la sociedad gerente y depositaria ya están definidas en la ley de sociedades comerciales, de fideicomisos y en la de fondos comunes de inversión, por lo que este rol en cabeza de un comité ad-hoc podría entrar en conflicto con los anteriores; sin embargo, un correcto diseño del prospecto y reglamento de gestión de los administradores podría atender esta cuestión.

e) Riesgo de liquidez

Por último, **el riesgo de liquidez** derivado de inversiones (en principio) sin cotización pública debe ser atendido a través de medidas de corto y mediano plazo. En la primera situación, las políticas de inversión de los fideicomisos/fondos establecen un porcentaje a ser invertido en activos con liquidez inmediata (ya sea disponibilidades o títulos-valores con cotización pública de fácil liquidación) lo que provee un colchón de liquidez a cada uno de los fideicomisos/fondos en la forma de reserva de contingencia. Este segmento del portafolio de inversión de cada fideicomiso/fondo debería ser mayor a medida que la liquidez de las otras inversiones resulta menor.

En el mediano plazo, el riesgo de liquidez se puede atender en la medida que los instrumentos objeto de inversión de los fondos coticen públicamente. La utilización del mecanismo de fideicomiso financiero o fondo de inversión debería no solo proveer financiamiento a las PyMEs sino también constituir una puerta de acceso de las mismas al mercado de capitales. El objetivo de estos instrumentos -además de permitir un adecuado retorno a los inversores originales- debería ser la generación de experiencias exitosas que permitan a dichas empresas acceder a otras fuentes de financiamiento e inversores en el mediano plazo dando liquidez a los instrumentos originales, pero también sirviendo de modelo a replicarse para otras empresas.

Asimismo, resulta muy importante asegurar en una primera etapa una correcta selección de las inversiones -quizás a costa de reducir el riesgo asumido y por ende las empresas potenciales para inversión- para maximizar las posibilidades de éxito que permitan atraer a más inversores quienes proveerían de mayor liquidez al mecanismo permitiendo la compra-venta de los certificados de participación o cuota-partes. La

buena calidad de los activos subyacentes podría permitir acceder a inversores de tipo institucional (compañías aseguradoras, instituciones multilaterales de crédito, etc.).

También se podría estructurar un esquema de fondo de liquidez solventado por instituciones como la BCBA, el Banco de Valores, etc.

Hasta aquí hemos realizado un análisis de los principales riesgos que enfrentan los inversores que participen en la estructuración de los fideicomisos financiero o fondos comunes de inversión; su identificación resulta primordial para evaluar las estrategias que permitan medir y administrar más eficientemente los mismos. Las variantes aquí propuestas tienen como contrapartida que incrementan los costos directos de implementar los fideicomisos y fondos comunes de inversión, por ello deberá evaluarse para cada **riesgo** identificado la relación costo-beneficio de su minimización.

Adicionalmente existen **costos** que se derivan directamente de la efectiva puesta en funcionamiento de los mecanismos propuestos, y que se pueden clasificar como costos transaccionales de implementación y funcionamiento, y que se detallarán en la sección siguiente.

6.3. Costos

Según las consultas realizadas a empresarios pyme y operadores del mercado, los costos legales, regulatorios y operativos, derivados de la complejidad normativa, constituyen una importante barrera para el acceso al mercado de capitales por parte de las empresas de menor tamaño relativo

En el caso de los fideicomisos financieros o fondos comunes de inversión, tanto respecto de la estructuración de los mismo como de la emisión de títulos-valores (acciones y obligaciones negociables) por parte de las PyMEs interesadas, existen áreas donde se podrían explotar ciertas economías de escala y estandarizaciones que permitan reducir los costos transaccionales promedio de la operatoria para las PyMEs. Y en aquellos casos donde se hace necesario incurrir en costos de asesoría externa (que identificaremos), la estrategia de negociación debería ser agrupando las necesidades por rubro (legal, contable, financiera, etc.) y no por fideicomiso o fondo.

En relación a la estructuración de los propios fideicomisos y fondos comunes de inversión, la utilización de modelos de prospectos y reglamentos de gestión provistos por la CNV tendría doble efecto. Por un lado, reduciría costos en forma directa, a través de menores honorarios de asesores legales; por el otro, también lo haría en forma indirecta al acelerar los plazos de aprobación de los mismos. Sin embargo, en los casos de los fondos más innovadores para el mercado argentino (FEE, FQP), el modelo de prospecto sugerido por la CNV podría requerir modificaciones para adaptarse a las particularidades de dichos fondos, en cuyo caso deberá contarse con servicios de asesoría legal.

En lo que respecta al funcionamiento de los fideicomisos/fondos una vez estructurados, se sugiere la utilización de una única entidad administradora (sea fiduciario o una sociedad gerente) para los cinco instrumentos propuestos. La FBCBA podría realizar una invitación a un selecto grupo de entidades de reconocida trayectoria en el mercado y con experiencia en PyMEs para presentar sus propuestas de administración de los fondos. Este es quizás el punto más sensible de la estructuración de esta propuesta, ya que la misma deberá contar con apoyos explícitos por parte de los diversos participantes (FBCBA, Merval, BCBA, CNV, organizaciones que nuclea PyMEs) que demuestren el compromiso con este esfuerzo y así resulte de interés comercial para las potenciales administradoras.

Otra área en donde existen posibilidades de explotación de economías de escala es la que refiere a la custodia de los valores en cartera de los fondos comunes de inversión. Esta función es desarrollada por una sociedad depositaria que se debe encontrar debidamente registrada y autorizada por la CNV. En este caso, sugerimos que sea solo una la institución seleccionada. Se podría replicar el procedimiento de invitación a entidades reconocidas (como en el caso de los administradores) o bien acordar este servicio con el Banco de Valores, una institución ligada directamente a la promoción de los mercados de capitales, con vínculos directos con los operadores de la BCBA que ya utilizan sus servicios, y quienes son principales accionistas del mismo a través del Merval. Asimismo, el Banco de Valores posee amplia experiencia en el asesoramiento y estructuración de fideicomisos financieros y fondos comunes de inversión, por lo que podría también acordarse un paquete de servicios más amplio que la simple custodia (incluyendo asesoría legal y financiera) y que permita una reducción adicional de costos para los fideicomisos/fondos.

Asimismo, otro punto que implica costos importantes para las PyMEs al momento de acceder a los mercados de capitales se relaciona con los requisitos y documentación a presentar durante el proceso. Una primera estrategia para reducir estos, sería facilitar a las PyMEs de un conjunto estándar de documentación que será requerida por los administradores, con pautas claras respecto de los requisitos legales, regulatorios y contables con los que deberán cumplir, las formas de presentación de la información, etc.; esto podría también incluir la provisión de un manual de instrucciones para las PyMEs interesadas en participar en este tipo de iniciativas.

También puede crearse un programa de capacitación teórico /práctico⁴³ para que las Pymes puedan generar la información requerida para el procesamiento de admisión al fideicomiso fondo. El atractivo a participar de estos programas debe estar convenientemente publicitado. El argumento principal es la significativa reducción de los costos financieros, derivada de una mejor fuente de financiamiento.

Complementariamente, se podrían organizar actividades de capacitación para dueños o gerentes de las PyMEs seleccionadas respecto de requisitos, procedimientos, etc. que son requeridos para la incorporación al régimen de oferta pública. Estas actividades permitirían minimizar las necesidades de asesoramiento externo de las PyMEs seleccionadas. Este proceso de capacitación debería ser financiado por las propias PyMEs, aunque se podría evaluar la conveniencia de utilizar

⁴³ En el seno de la FBCBA u otra institución dedicada a la capacitación de pymes

fondos de programas públicos (nacionales y/o provinciales) para PyMEs, cuyo objetivo sea capacitar a sus órganos decisorios.

Las actividades de capacitación deberían también extenderse más allá de lo relacionado con el acceso al mercado de capitales, e incluir programas durante la vigencia de los fideicomisos/fondos atacando algunos de los riesgos identificados en las secciones anteriores, y que podrían afectar su valor. En esta tarea, y como fuera mencionado en la sección anterior, la FBCBA podría apoyarse en instituciones externas con el conocimiento y experiencia requeridos, como por ejemplo universidades. Este proceso de capacitación resulta muy importante para profesionalizar la administración de las PyMEs de forma de minimizar aquellos riesgos que afecten su sustentabilidad, la de los fideicomisos/fondos que en ellas han invertido, y por ende la reputación de los instrumentos de financiamiento de PyMEs a través del mercado de capitales.

Asimismo, y en vista de la naturaleza novedosa de los instrumentos financieros aquí propuestos, se recomienda que la FBCBA -como coordinador de esta iniciativa- mantenga canales de comunicación con el Merval, la BCBA y la CNV. Esto, para el caso en que se presenten dificultades en la implementación de los fideicomisos/fondos -ya sea desde la parte operativa como regulatoria- que requieran tratamientos especiales; la fluidez y periodicidad de estos intercambios deberían permitir la resolución de dichas dificultades de la forma menos costosa posible al involucrarse a las partes relevantes.