Formación de Capital para Empresas de Alto Potencial de Crecimiento

Contenido y Referencia

Este documento es elaborado en base a la presentación de Pablo Casaux, Head of Market Structure Relations and Strategy de Bloomberg, realizada en la 44 Asamblea General y Reunión Anual de la FIAB, en Septiembre de 2017, disponible en el sitio www.fiab2017.com y en www.linkedin.com/in/pablocasaux/ en la sección de Media.

Todos los contenidos, opiniones e ideas expresadas son de carácter personal y de ningún modo representan la opinión de Bloomberg L.P.

La presentación contiene tablas y gráficos que son parte de estudios realizados por el Banco Mundial, OCDE, IIMV, CAF, CNMV, CEPAL, WFE y Milken Institute, los cuales son detallados como material de referencia al final de la misma.

Introducción y Foco de la Presentación

El foco de la presentación se centra en un segmento específico del mundo de las Pequeñas y Medianas empresas, las de alto potencial de crecimiento, las que suelen ser las mejores candidatas a abrir capital en Bolsa.

La presentación se centra alrededor de una iniciativa que promueve la creación de grupos de trabajo para el diseño de un programa de formación de capital de este segmento de empresas, un programa con una visión holística, integral de la realidad de estas empresas y el mercado.

Los programas exitosos suelen crearse a partir de un consenso sobre el diagnóstico, las prioridades y las acciones interconectadas. Para ello es imprescindible que tanto las Bolsas de Valores como el sector público estén alineados y comprometidos con la iniciativa. Dentro del sector público, es también deseable que exista consenso entre las distintas fuerzas políticas, ya que de requerir reformas legislativas y/o impositivas, se supone que las mismas tendrían mejor receptividad en un programa consensuado. En ciertos aspectos como el impositivo, es importante que el Estado se vea como un socio que apuesta al crecimiento de la empresa, en el corto plazo resignando ingresos fiscales con el objetivo de lograr mayor recaudación cuando la empresa haya logrado su crecimiento.

En este sentido, el momento para presentar e implementar este tipo de iniciativas es clave. Creemos que el momento más apropiado para posicionar la iniciativa es durante los procesos eleccionarios, ya que los programas de apoyo a las PyMES, al ser grandes generadores de empleo, suelen tener buena receptividad por parte de los candidatos

Los conceptos y propuestas que en su momento volcamos en un resumen ejecutivo con el cual se socializó la iniciativa estaban basados en nuestra propia experiencia y conocimiento. No realizamos en dicho momento ningún estudio pormenorizado. Sin embargo, al comenzar la preparación de esta presentación, tuve la grata sorpresa que el diagnóstico y las iniciativas están alineadas con las conclusiones y recomendaciones de los estudios a los que se hace referencia al comienzo y a lo largo de este documento.

Bloomberg

Contexto

- **Importancia de las PyMEs**

Es bien conocida la importancia de las PyMEs en las economías tanto en su contribución al producto del país, pero principalmente como generadoras de empleo. Entre los estudios relevados, algunas estadísticas hablan por sí solas.
Según el Estudio del Banco Mundial "**Targeted SME Financing and Employment Effects**", en mercados en desarrollo, las PyMEs representan más del 90% del sector privado y generan más del 50% de los empleos en sus respectivas economías. El crecimiento y la energía de estas empresas son claves para el crecimiento económico, la diversificación de la base económica y como la fuente de innovación que algunos de los start-ups han exhibido. Los datos de otro estudio realizado por el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores confirman esta afirmación.

En lo que respecta a casos puntuales, Mercadolibre, uno de los unicornios surgidos en la región, emplea hoy más de 3000 personas en forma directa, pero su plataforma ha permitido generar empleo a miles de emprendedores que la utilizan para comercializar sus productos.

- **Sus desafíos financieros**

De acuerdo con análisis en base a datos del **World Bank Enterprise Survey**, los directivos de PyMEs a nivel global consideran el acceso a financiamiento el mayor obstáculo a su crecimiento.
Los estudios del Milken Institue, citan la falta de financiamiento como una de las principales razones de cierre de empresas en países como Sudáfrica, uno de los mercados que relevaron.
El IFC estima la brecha de finaciamiento formal para PyMES en países en desarrollo en alrededor de US$1 trillion (1 billión)
La crisis financiera y las respuestas regulatorias han sumado al problema. Bajo los requerimientos de capital de Basilea III y nuevas regulaciones bancarias, por ejemplo, las PyMES van a ver más dificultoso y caro acceder a financiamiento bancario.
Como respuesta a los desafíos de este período post-crisis, los gobiernos a nivel mundial han enfatizado la importancia de expandir el acceso a fuentes no bancarias de financiamiento. Esto ha llevado por ejemplo a promover la creación de Bolsas o segmentos Bursátiles dedicados a las PyMES.
En los últimos años, un número cada vez mayor de Bolsas han desarrollado paneles o segmentos especializados en PyMES con la intención de (entre otras razones) expandir el acceso financiero de las PyMES, promoviendo el listado mediante estándares de entrada diferenciados, simplificando los procesos de listado y reduciendo costos asociados.
Los esfuerzos para apoyar a las PyMEs no se limitan a estos segmentos especializados en Bolsa. Se pueden mencionar diversas medidas y formas de financiamiento en la región.

- **Formas de Financiamiento**

A nivel de ilustración, mencionamos a continuación algunas de las fuentes de financiamiento que utilizan las PyMEs en América Latina:

Factoring: la empresa transfiere créditos a la sociedad de factoring originados por su actividad (cheques posdatados, pagares, etc).
Warrants: los bienes (agricolas, ganaderos, etc) son depositados en empresas de depósitos autorizados. El Banco recibe la mercadería y extiende un certificado de depósito (reconocimiento de la propiedad de los bienes depositados que permite transferir mediante endoso) y un certificado de warrant (representa el derecho crediticio equivalente al valor de los bienes)
Obligación Negociable Simple (Argentina): Ver Anexo al final del documento
Cheques de pago diferido
Fideicomisos financieros: generalmente atados a flujos de caja de créditos al consumo
Fondos de Inversión en Acreencias (FIA) en Perú
Crowdfunding
Aceleradoras y fondos corporativos: por ejemplo Mercadolibre (FC), Wayra de Telefónica (AC), Cygnus Capital (F), NXTP Labs (Ac), ArFintech (F).

-Medidas de apoyo a PyMEs
A nivel de ilustración también, mencionamos a continuación algunos ejemplos de medidas de apoyo en América Latina

Con la llegada de la Administración Kuczynksi en Perú, se dio un fuerte apoyo al factoring ajustando el tratamiento tributario, con apoyo de Cofide y dando una calificación crediticia de las empresas.

Mexico creó la figura de las (SAPIB) Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil ¿Qué es una SAPIB? Es la vía para que medianas empresas logren hacerse de recursos a través del mercado de valores. Cabe destacar que, la palabra Bursátil conlleva a que la empresa tiene todos los derechos de un listado y de colocación en la Bolsa. Asimismo, al cabo de un periodo de tres años la empresa podrá convertirse en Sociedad Anónima Bursátil (SAB)

Jamaica: desde 2015 el BID, en sociedad con la Bolsa de Jamaica ha ofrecido asistencia técnica y consultiva enfocada en promover el Junior Market como un mecanismo alternativo de financiamiento para potenciales candidatos a listado: empresas de alto potencial de crecimiento denominados “emprendedores de alto impacto”. Ambos trabajan con estos candidatos a listado, ayudándolos a preparar planes de negocios y estados financieros. El BID también colaboró en el desarrollo e implementación de una infraestructura de Gobierno Corporativo para PyMEs en Jamaica.

Ley de Emprendedores (Ley 27.349 Argentina)
Se creó con 3 Objetivos:
1) simplificar las cuestiones administrativas de las empresas que nazcan y potenciar a las que ya están;

Bloomberg

2) crear el marco necesario para que a estos emprendimientos les lleguen inversiones y
3) otorgar ventajas impositivas para los que inviertan en este tipo de actividades.
Se considera un Emprendimiento a cualquier empresa constituida en un plazo no mayor a 7 años. En el caso de personas naturales no registradas en AFIP (la Agencia de impuestos), el Poder Ejecutivo puede aprobar medidas para que queden en regla.
Se realiza además una Encuesta pública para la Reglamentación del Crowdfunding
Se busca con la ley que los nuevos proyectos puedan crecer en el país, generar empleo de calidad y ser reconocidos en el mundo, reduciendo además el empleo informal que alcanza hoy al 42% de los ocupados.
Las empresas se podrán crear ahora en un solo día, a diferencia de la actualidad donde se precisan entre 45 y 60, además de tener costos muy elevados. Con la nueva ley, se podrá realizar desde la PC.
Se crea una nueva forma jurídica, las SAS -Sociedades por Acciones Simplificadas-, que podrán acceder a estos beneficios
Se hace foco también en la Simplificación de trámites: principalmente la apertura de cuentas bancarias y la simplificación de las tareas de liquidación de impuestos para estas empresas
Se crea el programa “Fondo Semilla” para capacitar y financiar emprendedores (préstamos blandos y aportes no reembolsables)
Finalmente, el Ministerio de Producción complementa estas medidas con la creación de 10 fondos y 12 aceleradoras para financiar e impulsar proyectos de alto impacto. El Capital Mínimo es de 30 Millones de dólares cada una.

Propuesta de Programa

- Descripción Conceptual:
La iniciativa plantea la creación de un programa integral, de cooperación público-privada, que incentive la apertura de capital de empresas de alto potencial de crecimiento pero con un enfoque (de ahí que es integral) que va más allá del financiamiento y desde etapas tempranas anteriores a la apertura de capital en Bolsa, como así también que se enfoque otras problemáticas que han enfrentado otras iniciativas en esta materia.

El programa se enfoca en brindar soluciones en 3 pilares:
- La Oferta (lograr que empresas ingresen al programa con una propuesta de valor que maximice su potencial de alto crecimiento)
- La Demanda (lograr el interés y participación de inversores-meta)
- La infraestructura (el marco regulatorio, tecnológico y de mercado adecuado para llevar a cabo las soluciones en los otros dos pilares)
La iniciativa se plantea como una hoja de ruta y se propone la creación de grupos de trabajo con expertos en las temáticas competentes a cada uno de los 3 pilares.

Análisis y Foco en la Oferta

-Conclusiones de los estudios realizados

El Banco Mundial concluye que para maximizar la creación de empleo, el hacer foco en las dificultades de financiamiento de las Pymes de alto crecimiento y startups puede generar los mejores resultados. También sugieren complementar el financiamiento con aportes en materia de capacitación ejecutiva.

El estudio de la OCDE hace referencia a que en períodos de crecimiento económico débil, las Pymes y emprendedores se han convertido en la fuerza que impulsa sociedades más inclusivas y prósperas. Menciona este estudio que los desafíos que limitan el acceso de las Pymes a financiamiento no bancario son la falta de conocimiento financiero de los emprendedores, su visión estratégica y sus recursos. Se menciona parte de la falta de demanda por instrumentos alternativos a las desventajas competitivas en materia impositiva con respecto a la inversión de deuda, a la opacidad del mercado de PyMEs e impedimentos regulatorios. Recomiendan tomar un enfoque holístico para estimular la adopción por parte de Pymes de instrumentos de financiamiento no bancario.

En el estudio elaborado por el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, la CAF y el CNMV de España se concluye además que los esfuerzos no son suficientes si no se complementan con programas que permitan la formalización de las PyMES (Gobierno Corporativo, estrategias gerenciales y contables modernas, mayor competitividad para acceder a mercados externos e internos) para que la financiación sea efectiva. También mencionan el desafío de los reguladores en lograr un equilibrio entre facilitar el acceso a financiación de las pymes por el mercado de capitales y por el otro lado velar por la protección al inversionista y mantener la integridad del mercado.

Un estudio de la CEPAL que incluye un análisis del Neuer Markt Alemán, concluye que: Comprender la heterogeneidad del universo de las pymes permite disponer de una plataforma de instrumentos de fomento diferenciados. Gracias a la focalización de las políticas es posible atender las distintas problemáticas que enfrentan estas empresas y aprovechar las diferentes potencialidades de crecimiento
Una de las principales se basa en la existencia de fallas en el funcionamiento de los mercados de créditos, esencialmente, por la insuficiente información con que cuentan los bancos para realizar las evaluaciones de riesgo.

En este sentido, la apertura de capital se presenta como un Círculo virtuoso: La falta de información sobre los proyectos de las empresas, sus ventas, potencialidad de crecimiento y la inexistencia o escasa transparencia de los balances contables, hacen difícil la medición del riesgo de incobrabilidad por parte de las entidades financieras. Los requisitos de apertura de capital generan un perfil crediticio más atractivo para la empresa y reduce sus costos de financiamiento por otras fuentes. Los estudios empíricos del WFE y Milken Institute llegaron también a esa misma conclusión.

-Enfoque en las fuentes de financiamiento temprano

Una estrategia de financiamiento debe suministrar apoyos para atender las diferentes etapas por las que transitan las empresas, comenzando con programas de incubadoras, subsidios de capital semilla, capitalistas ángeles, capital de riesgo y otras fuentes de financiamiento temprano. Incluyo en este punto al Banco Interamericano de Desarrollo que ha mostrado interés en esta iniciativa.

Un ejemplo son las empresas de Venture Capital (VC), pools de capital para inversión transferido por un período de tiempo limitado a las pyme, en especial nuevas, las que se hallan en una etapa de bajo nivel de actividad pero que muestran una alta potencialidad de crecimiento. Los prerrequisitos para que el mercado de VC pueda desarrollarse pueden sintetizarse:
1. La existencia de un número suficiente de empresas jóvenes e innovadoras;
2. Un mercado de capitales dinámico que permita la salida de los VC de las firmas en las que han invertido
El programa apunta a apoyar ambos prerrequisitos, generando una propuesta de valor que apunta a maximizar el potencial de alto crecimiento y visibilidad de estas empresas, aumentando su potencial de valorización y disminuyendo las posibilidades de fracaso. Los beneficios que recibe la empresa del programa se trasladan de algún modo al inversor del VC.
Por otro lado, la apertura de capital en bolsa ofrece un “Exit” que permite la reinversión en nuevos proyectos.
En cuanto a las medidas fiscales para estimular actividades de VC, Alemania redujo los impuestos sobre la renta de las sociedades, y ha eliminado los impuestos sobre las ventas de acciones de sociedades. Alemania estableció normas específicas en materia impositiva. Las ganancias obtenidas por las compañías de VC a través de la venta de acciones de las compañías incorporadas a sus carteras, en ciertos casos no están sujetas a los impuestos a los ingresos y a las ganancias de las sociedades,

El papel inicial en el programa de estas fuentes de financiamiento temprano, que como vemos se benefician también del mismo, consiste en atraer y captar empresas candidatas al programa y educarlas sobre apertura en Bolsa. Muchas empresas desconocen e incluso tienen prejuicios sobre las implicancias de abrir capital en Bolsa, como veremos más adelante.
También deberían colaborar con la formación ejecutiva y la preparación de la empresa en materia de reporte y Gobierno Corporativo.
Otra función es la de promocionar la empresa. La decisión de una pyme de abrirse a la bolsa constituye en muchos casos una acción estratégica de fuerte impacto promocional en beneficio de la imagen financiera de la empresa y por ende de los inversores tempranos. Los llamados “going public ads” con suficiente antelación, al estilo de una campaña de pre-lanzamiento de una película, contribuyen significativamente a la imagen financiera de la firma.

Oferta: ¿Cómo criar unicornios?

-¿En qué consiste el soporte y apoyo integral a las empresas que participen del programa que plantea el mismo en su pilar de Oferta?

Se podría resumir que implica todo aquello que lleva el potencial de la empresa a su máximo desarrollo. Los emprendedores suelen ser especialistas en sus áreas específicas pero generalmente tienen poco o ningún conocimiento sobre el mundo empresario. Posicionamiento y promoción de marca y producto, formación ejecutiva y estratégica son áreas que deberían formar parte del programa. El Estado, como socio estratégico de la empresa puede aportar su infraestructura diplomática para la expansión internacional de la empresa. Al generarse un ambiente de apoyo a emprendedores, se puede promover la colaboración y simbiosis de diferentes iniciativas.
En el aspecto impositivo, se podría deducir de impuestos los gastos relacionados con la preparación de la empresa para salir a Bolsa.
Un buen ejemplo de referencia es la Ley de Emprendedores que mencionábamos anteriormente.
En materia de áreas de apoyo el tema es un libro abierto, veíamos anteriormente en las conclusiones de algunos estudios mencionados algunos comentarios y sugerencias al respecto.

- Qué dicen los estudios empíricos?
En referencia a las motivaciones para listarse podemos encontrar en los estudios empíricos como los realizados por el WFE y Milken Institute (basados en la experiencia de la India, Sudáfrica y Jamaica) algunos parámetros de referencia. Estos estudios han mostrado que los mercados accionarios no se usan solamente para capital. En sus encuestas las compañías listaron una variedad de razones y su relativa importancia en cada uno de los países en los que hicieron foco. Aunque el acceso al financiamiento era de todas formas una razón importante para listarse, las compañías perciben el listado como forma de posicionar la firma para otros objetivos. Estos estudios también muestran algunas otras conclusiones interesantes a tener en cuenta.
- En materia de información y costos, la Bolsa de Jamaica junto al BID, sponsors y Bancos de inversión hacen un trabajo de asistencia y educación sobre el proceso de listado y un trabajo relativamente más eficiente que los otros dos mercados en materia de costos aunque también con resultados mejorables
- El estudio hace una encuesta con respecto a la percepción de empresas no listadas sobre los beneficios y desventajas en el listado en Bolsa. Aunque los resultados difieren en cada uno de los 3 casos, la conclusión es que sería conveniente replicar este tipo de encuesta en América Latina para entender puntualmente qué preocupaciones se deben considerar y en qué beneficios percibidos enfocarse.
- Sobre la Motivación para el listado, los resultados muestran claramente que el mercado accionario no existe solamente para levantar capital y que las necesidades para listarse son vistas más allá que simplemente una opción de financiamiento. Aunque una mejora al

acceso al financiamiento es una importante razón para listarse, las compañías parecen percibir el listado más allá que solo financiamiento. En este estudio la razón más común para listarse consistió en el posicionamiento para crecimiento.
En la India, los motivos no financieros quedaron en segundo plano con un 50% de preferencia para el posicionamiento de crecimiento. En Jamaica hay más motivación por razones independientes al acceso financiero (principalmente crecimiento y visibilidad) 42% citaron ventajas competitivas y reputación, en línea con el mandato de la Bolsa de crear un mercado para emprendedores de alto impacto. El mercado jamaiquino se posiciona activamente como un “exit” para vehículos de financiamiento temprano.
También Sudáfrica cita motivos no financieros como principales motivadores, principalmente posicionamiento, reputación y visibilidad. Un punto importante es la importancia que le dan a la diversificación de su base de inversores, un punto que según el estudio la Bolsa no ha tenido en cuenta como un atractivo para el listado.
- El estudio empírico también hizo hincapié en los motivos por los cuales empresas que calificaban para el listado finalmente no lo hicieron. En Jamaica una falta de información sobre listado contribuyó al proceso de decisión en la mitad de las empresas encuestadas. En Sudáfrica el estudio reveló una amplia preocupación por los costos de mantener listada la empresa y los cambios requeridos para el listado.

- Oferta: Conclusiones y Propuesta de Valor

- Quiénes deberían participar del Grupos de trabajo para desarrollar el pilar oferta del programa:
Además de las fuentes de financiamiento temprano que estarán directamente involucradas, sería recomendable que las agencias de promoción como Corfo en Chile o Cofide en Perú, los Ministerios de Producción, las multilaterales, las asociaciones de emprendedores y entidades de apoyo a emprendedores, entre otros, participen y aporten ideas que permitan lograr una propuesta de valor integral de soporte a estas empresas de alto crecimiento. Una propuesta de valor que debe representar una red de apoyo integral (más allá del financiamiento) que sea difícil de rechazar y que contemple las percepciones que acabamos de mencionar.
El Estado (y las fuentes de financiamiento temprano) tienen que ser vistos como socios estratégicos de estas empresas de alto potencial (las que deberán calificar para ingresar al programa) potenciándolas y reduciendo las posibilidades de fracaso.
El foco del programa es enfocarse en empresas que pueden generar Quick Wins por su potencial y que puedan dar una mayor visibilidad a la Bolsa y su panel PyMEs. Las empresas que sean atraídas por estos éxitos pero no califiquen, aún pueden buscar listarse y aprovechar las ventajas que el programa ofrece en los pilares de infraestructura y demanda. Queda en estos casos definir si existen otras opciones de soporte en pilar oferta para estas empresas, pero esto escapa al ámbito de este programa en particular.

Infraestructura: la columna vertebral y el sistema nervioso del programa

Junto con la existencia de un mercado alternativo para PyMEs, el pilar de la infraestructura se enfoca en dar el marco regulatorio, tecnológico, de apoyo y reducción de costos. Actúa como soporte tanto a los desafíos del pilar de la oferta como los de la demanda y tiene 2 áreas que son claves.

Mercados Alternativos:
Hoy existen alrededor de 30 segmentos dedicados a PyMEs en Bolsas de mercados emergentes, la mayoría establecidos en los últimos 15 años. En general enfocadas en un segmento de PyMES, específicamente en aquellas con gran potencial de crecimiento y que están suficientemente institucionalizadas para manejar los requerimientos de reporte y gobierno corporativo. (Brasil Bovespa Mais, Colombia Segundo Mercado)

Este es un segmento relativamente pequeño por lo que necesita ser cultivado. El programa hace hincapié en este aspecto promoviendo incorporar en el mismo, medidas para que los emprendimientos alcancen eventualmente estas condiciones para la apertura de capital. "El objetivo es encaminar y apoyar estos emprendimientos con el objetivo de que alcancen el éxito de los unicornios latinoamericanos" En otras palabras, llevarlos desde el kindergarten hasta el PhD.
Estos segmentos especiales pueden contemplar requerimientos más laxos en materia de reporte y gobierno corporativo (en materia de reporte se suele preferir reducir la frecuencia y no el contenido). Es decir, junto con la creación de un segmento para el listado de PyMEs, también es necesario un marco regulatorio acorde, que contemple el equilibrio entre las beneficios para las empresas emisoras y la protección al inversor.

Mencionamos algunas pocas características de **Mercados Alternativos representativos**:
- El mercado que se suele tomar como referencia es el AIM de Londres.
- Tanto en AIM, como en España y Polonia, por una prerrogativa de las Directivas Europeas, las PyMES **no** son supervisadas por el regulador del mercado de capitales. El modelo resultó en un acuerdo privado en el que la supervisión la llevan a cabo los asesores (una figura que veremos a continuación), como los NOMADs en Londres, el Asesor Registrado en España y el Authorized Advisor en Polonia. Es un modelo basado en la reputación de estos agentes.
- Canadá y Polonia están dominados por empresas muy pequeñas y ofrecen un descuento regulador mayor a las demás (enfocadas en reducir costos a las emisoras)
- En China el regulador decide en qué bolsa la empresa va a cotizar. La Bolsa de Corea se centra en empresas con sesgo tecnológico. En ambos mercados prácticamente no hay diferencias entre los mercados alternativos y principales en los requerimientos informativos.
- Finalmente, Australia no tiene mercado alternativo y utiliza la misma plataforma para todo tamaño de empresas.

Los Costos:
Como vimos anteriormente, los costos son un tema decisivo en la toma de decisiones para el listado por lo que se debe contemplar en la infraestructura cómo reducirlos o incluso proponer que estos costos asociados al listado, los honorarios del Asesor, etc. se puedan descontar de impuestos.

Infraestructura de apoyo al emisor:
La infraestructura de apoyo comienza, como mencionamos anteriormente, con la participación de las fuentes de financiamiento temprano que colaboran en los aspectos formativos necesarios, junto con el apoyo de otros participantes del grupo de soporte contemplados en el pilar de la oferta.
También se debe contemplar la utilización de la tecnología y el desarrollo de soluciones que permitan abaratar, simplificar o incluso automatizar procesos administrativos y de reporte que según los estudios empíricos, son algunos de los motivos por los que las empresas decidieron no listarse.

Tecnología. Fintech para simplificar y/o automatizar procesos:
El reporte de la CAF y la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España dedica un capítulo completo a la temática de las Fintech y hace referencia a posibles canales de cambio de los mercados de valores generados por ellas. Algunos de estos cambios, relevantes a nuestra charla son las aplicaciones para smartphones, la captación de capitales por crowdfunding, Blockchain y el uso de Big Data, el robo-advice como medio de asesoramiento automático de inversiones. Este tipo de soluciones permiten una reducción de costos, mejoras en agilidad y rapidez, transparencia y capacidad de innovación y disrupción en productos y servicios financieros.

Difusión y Posicionamiento del Programa:
Además del apoyo a la empresa y a la atracción de inversores, la infraestructura tiene que contemplar la difusión y posicionamiento del programa en sí, para captar empresas, lo que puede contemplar la utilización de (y asociación estratégica con) portales de e-commerce o social media y el scouting de empresas candidatas entre los diversos ámbitos de soporte a emprendedores.

La infraestructura al servicio de los desafíos de los pilares de Oferta y Demanda:
En líneas generales, el pilar infraestructura tiene que estar al servicio de los desafíos que son planteados en los pilares de Oferta y Demanda, por lo que a los fines de esta presentación, algunos de estos aspectos los presentamos bajo sus pilares respectivos.

Dos áreas claves de la infraestructura: el Asesor y la Educación
Ahora bien, existen dos elementos clave en materia de infraestructura: el papel del Gestor o Asesor que veremos a continuación y el papel de la Educación que veremos bajo el pilar de la demanda pero que compete también a la Oferta.

Los Asesores:

Antecedentes:
Varias Bolsas en el mundo han utilizado al AIM de Londres como referencia, especialmente en lo concerniente a la utilización de Asesores (NOMADs) que den apoyo a las PyMEs antes y después de la emisión. El asesor también actúa como patrocinador calificado de la Empresa.

Funciones, reputación, calificación pública, control regulatorio, remuneración:
Es función del asesor también desarrollar un papel de captación de empresas candidatas al programa, realizando el debido due dilligence. Su reputación en general está basada en su capacidad de atraer empresas que resultan exitosas. En algunos mercados son sancionados o penalizados en caso de atraer empresas de baja calidad al mercado, no solo por la bolsa sino también por los inversores en lo referente a su reputación. En Australia, un comité de due dilligence certifica que se constate en forma debida toda la información relevante. Los asesores pueden tener una calificación pública relacionada a su desempeño. El asesor actúa de alguna manera como un sello de aprobación para que la empresa acceda al mercado. Deberá cumplir con estrictos requisitos de idoneidad y capacidad para ejercer las funciones que el programa determine para ser habilitado.

El programa contempla que el asesor actúe como mentor de la empresa, interactuando con las fuentes de financiamiento temprano en lo referente al apoyo formativo en materias como estrategia, desarrollo ejecutivo, reporte y gobierno corporativo. Su éxito en esta materia también repercute en su calificación.
Colabora en la inscripción, registro, elaboración de prospectos de emisión y cumplimiento de normas.
En ausencia de un área de Relaciones con los Inversores, puede ser responsable por el flujo informativo de sus empresas utilizando medios tecnológicos y acciones puntuales y como vínculo temprano con inversores.
También puede suplir la ausencia de cobertura de Research,
Como vimos anteriormente, en algunos casos llevan a cabo la supervisión ya que el regulador no las supervisa directamente. Esto ha generado varias polémicas. Se debe contemplar un marco regulatorio alrededor de esta figura, sus obligaciones y responsabilidades.
En cuanto a su remuneración, en algunos casos las empresas pagan al asesor con opciones/warrants de compra/suscripción de acciones propias (con lock-up), lo que actúa como una motivación adicional. Teniendo en cuenta la significancia de los costos en la decisión de listarse, se puede contemplar incentivos como la posibilidad de descargar de impuestos la remuneración del asesor.

Grupo de trabajo para la conformación del pilar Infraestructura del programa:

Para finalizar con el pilar de infraestructura, se plantean quiénes deberían ser los miembros del grupo de trabajo:
Bolsa y corredoras
Reguladores
Empresas que puedan aportar ideas sobre soluciones tecnológicas
Ministerios de Educación
Universidades
Estudios Jurídicos con especialización en Mercados de Capitales

Demanda:¿Cómo vender Unicornios?

Liquidez en el Mercado Secundario:
Uno de los inconvenientes que varios mercados alternativos han enfrentado ha sido el de la liquidez en el mercado secundario de las empresas PyMEs listadas. Hay dos mecanismos principales para lidiar con esta situación: reglas de cotización que tratan de buscar una mayor polarización (por ejemplo la emisión de un número mínimo de accionistas y free float mínimo) y la utilización de market makers.

Inversores Minoristas: los cambios de Paradigma:
Aunque es importante canalizar esfuerzos a todo tipo de inversores, para apoyar la liquidez resulta clave enfocarse en la polarización (dispersión) de la base de inversores. Una emisión que es comprada por un institucional en su mayoría no vuelve al mercado y el flow restante no permite generar la liquidez necesaria. Esto repercute en forma negativa en varios frentes: la subvaluación de la empresa, la falta de motivación para una política de Gobierno Corporativo, transparencia y reporte, y finalmente coarta la capacidad de una nueva emisión. Por otra parte, aunque hay mercados que atraen otra base de inversores, el público natural siempre ha sido el inversor minorista, que a su vez es el que garantiza esta polarización.

Desafíos, Incentivos y soluciones: La tecnología
Esta situación nos presenta un dilema y una oportunidad:
Por un lado, suele ser un desafío atraer una importante base de inversores minoristas. Esto se debe a varios factores culturales y educativos. Existen percepciones y perjuicios sobre la inversión en Bolsa. Este dilema requiere un enfoque que incluya aspectos educativos, incentivos y culturales (cambios de percepción), como así también mecanismos que simplifiquen el acceso y mantenimiento del inversor al mercado.

Dentro de los incentivos, lo primero que viene a la mente son los Incentivos tributarios (algunos ejemplos son Inglaterra, Canadá, China y Corea) para inversores.
Recientemente mencionábamos la importancia que tiene la tecnología como herramienta en referencia al pilar de la infraestructructura.
Al momento de pensar en cambios culturales no podemos dejar de reconocer los cambios de paradigma que la tecnología ha generado en la forma en que la gente toma decisiones,

forma opiniones o sigue tendencias. Hoy más que nunca, existen empresas que entienden los nuevos motivadores sociales y los utilizan para generar cambios a gran escala y en grandes grupos. Hoy dejan de tener preponderancia las decisiones basadas en el raciocinio tradicional y otras fuerzas, más “organicas” como el ego, la pertenencia y la satisfacción inmediata pasan a tener preponderancia.
Para nuestra generación, es un gran desafío salir de nuestra estructura de pensamiento tradicional, pensar fuera de la caja y apuntar a mecanismos que nos cuestan entender. Es un tema generacional. Seguramente lo vivimos diariamente como padres.

Los avances tecnológicos y la consecuente generación de los millennials plantean nuevas tendencias y cambios de paradigma y a su vez nuevas herramientas y canales. Esta generación de gente de menos de 30 años representa el 50% de la población mundial. Es crucial considerarlos en el diseño de cualquier estrategia de negocios o inversión. Aquellos que los entiendan y puedan llenar sus necesidades tienen una enorme ventaja competitiva. Los modelos de negocios y planteos comerciales históricos tienen que redefinirse para poder captar el interés y convencimiento de los millennials. Es la época para crear una nueva generación de inversores

El posicionamiento es clave: La propuesta de valor entonces tiene que partir de la comprensión de estos nuevos motivadores. Tiene más efecto una propuesta de valor que les enseñe que tienen la oportunidad de tener una participación en un potencial próximo Facebook, Yahoo, Google que un modelo tradicional de enseñanza financiera.
Hoy se llega a decisiones por caminos no tradicionales. Por ejemplo, hoy se adoptan conductas y se adquieren conocimientos en forma orgánica a través de lo lúdico. Una app que permita jugar a invertir y que obligue a realizar inversiones diversificando la cartera puede ser más efectiva que una clase de educación en inversiones.
Incluso se debería contemplar la adopción de formatos que hoy son más naturales para este público meta. El uso del crowdfunding de equity puede resultar más amigable para cierto público que utiliza hoy otras modalidades de crowdfunding.
Hoy la tecnología se presenta como el gran igualador, nos da oportunidades que nunca antes habían existido y esto compete al pilar de la oferta también, porque hoy puede surgir un emprendedor con alto potencial, un candidato al programa en cualquier lugar de la tierra.
En síntesis, el pilar de la demanda debe aprovechar o desarrollar las soluciones tecnológicas que faciliten el acceso a estos inversores, pero también que canalicen sus motivaciones para acercarse.

Acceso y comprensión de la información de las emisoras: Transparencia y visibilidad:
La tecnología también puede colaborar a simplificar los procesos y reducir los costos de las emisoras en materia de reporte de información. Se puede apuntar a una automatización.
Los asesores pueden utilizarla en su función de relaciones con los inversores para fácilmente llegar a un público meta masivo.
Los inversores pueden recibir información relevante en forma proactiva según su perfil, del mismo modo que hoy los medios sociales aprenden de nuestras conductas en la web para crearnos un perfil y enviarnos publicidad relevante.
De todas formas, es clave que la información a los inversores no solamente llegue de manera efectiva y proactiva, sino también que se genere un formato que permita la fácil comprensión y ayude en la toma de decisiones del inversor sin necesidad de un alto grado de sofisticación.

Los Riesgos

Un factor importante de las inversiones en PyMEs es que suelen ser inversiones de alto riesgo. El programa apunta a reducir el componente riesgo a través de su enfoque holisitico de soporte.
En este sentido resulta esencial abarcar el tema del riesgo desde 4 ángulos:
1) el proceso de educación, del que hablaremos a continuación, que debe tener como objetivo primario que los nuevos inversores comprendan el concepto de riesgo y los mecanismos para administrarlos.
2) deben existir medidas de referencia que los inversores puedan utilizar para cuantificar fácilmente el riesgo implícito en la inversión en una empresa particular. Una infraestructura de cálculo de riesgo crediticio
3) evitar las deficiencias de información, la falta de estados financieros auditados o datos creíbles que permita a los inversores confiar en ellos en su evaluación
4) otra alternativa es empaquetar varias emisiones con perfiles determinados para que las apps y otros canales los comercialicen a cada público meta. Una forma de promover la diversificación como medida de administración de riesgo en forma compulsiva.

Hay dos ejemplos de referencia que vale la pena mencionar:
- Japón estableció su Base de Datos de Riesgo Crediticio (CRD) en 2001 bajo el liderazgo del Ministerio de Economía, Comercio e Industria Japonés (SMEA). El CRD provee un scoring de riesgo crediticio, información estadística y servicios relacionados.
- La iniciativa ESNI que busca lidiar con estas asimetrías de información en Francia, utilizando tanto el análisis crediticio del Banque de France como también los ratings internos de los Bancos. El ESNI de armó en 2014 por grupos de banca privada con el soporte del Banque de France. La autoridad de supervisión de mercado y bancario se aseguran que este esquema cumpla con la regulación existente.

Finalmente, una opción puede ser la utilización de modelos cuantitativos de medición de riesgo. Bloomberg desarrolló una herramienta cuantitativa de análisis de crédito llamada DRSK que genera 3 valores: El Riesgo de Default, la probabilidad de default y un Spread de CDS implícito. Es aplicable tanto a compañías públicas como privadas.

La Educación

Es un punto clave del programa tanto en el pilar de la oferta como en el de la demanda. Permite desarmar los preconceptos y prejuicios en materia del mercado de capitales tanto como fuente de financiamiento, así como alternativa de inversión. Permite evitar potenciales fuentes de marketing negativo que puede ser perjudicial al programa. El programa en sí apunta a intentar evitar malas experiencias tanto del lado de los emisores como de los inversores. Pero, por ejemplo, alguien que pierda dinero en sus inversiones, sin la comprensión clara de los conceptos, riesgos y mecanismos involucrados, se convierte rápidamente en una fuente de marketing boca a boca negativo y puede espantar a futuros candidatos a inversor en su entorno.

Propuesta de Programa en varios niveles
El programa contempla proponer un ambicioso programa de educación en varios niveles:

A nivel formal, se debería proponer la incorporación en la educación secundaria (edad en la que se forman conductas) de una materia de negocios, de forma tal de incorporar conceptos a nivel masivo. La enseñanza no se debería limitar a conceptos puramente financieros (técnicos y conceptuales) sino también a otros temas de utilidad práctica en el marco de los negocios:

Una introducción a los negocios, como crear un negocio a partir de una idea, qué saber y qué hacer para iniciar una empresa, obviamente adaptado a éste público, no solo en los conceptos y nivel de sofisticación sino también en la metodología de enseñanza (recordemos los cambios de paradigma en la adquisición de conocimientos, formas de pensamiento y conductas). El sistema de enseñanza actual es arcaico y poco efectivo. En Argentina, el Ministerio de Educación de la Ciudad de Buenos Aires está presentando un proyecto de reforma del nivel medio de enseñanza “Secundaria del Futuro” bajo la premisa de los cambios de paradigmas y empleos que se están desarrollando.

En cuanto a los conceptos a enseñar, van desde lo técnico como matemática financiera, tasas nominales vs reales, formas de inversión, pasando por conceptos generales como el papel de los mercados de capitales en la economía, el gobierno corporativo, la importancia de la transparencia y la formalidad, el papel de los inversores, hasta conceptos prácticos como el emprendimiento, el marketing digital, e-commerce, etc

Se debe buscar la forma en que adquieran los conocimientos en forma orgánica e intuitiva, aprovechando las ventajas que la tecnología nos ofrece en materia de soluciones y como plataforma de alta aceptación entre ellos. No se debe descartar lo lúdico y la interacción entre pares como herramientas para la adquisición de conceptos, ideas y conductas.

Además de la educación en la secundaria el programa debe apuntar a utilizar estos mismos recursos y formato en la enseñanza a emprendedores por el lado de la oferta y a los potenciales inversores por el lado de la demanda. Los diversos elementos de la infraestructura, como por ejemplo los asesores y las herramientas tecnológicas tienen que ser agentes de este proceso.
Conceptos básicos de inversión como la diversificación, el análisis y comprensión de estados financieros deberían ser foco de la preparación de la próxima generación de inversores. El contenido es tan importante como el formato utilizado, comprendiendo los nuevos paradigmas de adquisición de conocimientos y conductas para que el esfuerzo sea efectivo. Se deben adoptar en el proceso de educación las estrategias de marketing digital que empresas y medios sociales utilizan. Es definitivamente donde hay que pensar fuera de la caja.

Grupo de trabajo para la conformación del pilar Demanda del programa:

Para finalizar con el pilar de Demanda, se plantean quiénes deberían ser los miembros del grupo de trabajo:
Empresas de marketing digital
Empresas de e-commerce, crowdfunding
Empresas de medios sociales
Desarrolladores de Apps y plataformas de negociación electrónica
Conductistas
Tributaristas
Reguladores
Fondos de Inversión, Proveedores de ETFs
Corredoras

Pablo Casaux

Bloomberg L.P.

-Latin America (ex-Brazil) Head of Market Structure Strategy

-Head of Government, Institutional, Capital Markets and Strategic Relations

-Capital Markets Structure Development and Regulatory Strategist

Tel: 54-11-5280-7713

pcasaux@bloomberg.net

http://www.bloomberg.com/latam/

https://ar.linkedin.com/in/pablocasaux

TW: @pcasaux

Disclaimer
The data included in these materials are for illustrative purposes only. The BLOOMBERG TERMINAL and Bloomberg data products (the "Services") are owned and distributed by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") except that Bloomberg L.P. and its subsidiaries ("BLP") distribute these products in Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea. BLP provides BFLP with global marketing and operational support. Certain features, functions, products and services are available only to sophisticated investors and only where permitted. BFLP, BLP and their affiliates do not guarantee the accuracy of prices or other information in the Services. Nothing in the Services shall constitute or be construed as an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates, or as investment advice or recommendations by BFLP, BLP or their affiliates of an investment strategy or whether or not to "buy", "sell" or "hold" an investment. Information available via the Services should not be considered as information sufficient upon which to base an investment decision. BLOOMBERG, BLOOMBERG TERMINAL, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG MARKETS, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG TRADEBOOK, BLOOMBERG TELEVISION, BLOOMBERG RADIO and BLOOMBERG.COM are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries. © 2017 Bloomberg.

Bloomberg

Anexos

La Obligación Negociable Simple (Argentina)

Elimina costos de intermediación, ofrece simplicidad al utilizar formularios y modelos estandarizados, un trámite electrónico (apoyando la federalización), financiamiento de mediano y largo plazo, bajo costo financiero (garantía de calidad otorgada por una entidad de garantía (SGR)), menor costo administrativo (menor carga de reporte de información periódica, eximido de tasas de fiscalización y arancel de autorización de la CNV). Es una puerta de entrada al mercado de capitales. La pyme no tiene que hacer nada en el armado de la documentación ya que la CNV se encarga. A su vez que la documentación requerida es poca y estandarizada, hay procesos de autorización acelerados y las pymes "no tendrían que hacer otra cosa que descargar los formularios del CNV y completarlos con sus datos personales". Los emisores deben poseer el aval de una entidad de garantía inscripta ante la CNV, ya sea una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), una entidad financiera o un fondo de garantía público (por ejemplo, el Fogaba, de la provincia de Buenos Aires). Lo que hace la entidad de garantía es avalar a las pymes para inscribirse con la CNV.
Los términos de la ON se pactarán entre la Pyme y el avalista, que luego emitirá su garantía. A continuación, la Pyme se registrará vía online en la CNV y subirá a la web un prospecto, un formulario de dos carillas con datos de la empresa y de la emisión, un Acta de Asamblea que autorice la colocación (sobre la cual la CNV provee un modelo) y una nota dirigida a Caja de Valores. Una vez cumplidos esos pasos, el proyecto de emisión entrará a la CNV que tratará de aprobarlo en un plazo de 10 días y se listará la ON con la intervención de un agente colocador (que probablemente será uno de los mercados).
Hasta hoy, las Pymes que querían iniciar la construcción de una planta que llevaba 3 años, emitían cheques propios avalados a un año y los renovaban por otro a su vencimiento. Además este producto "es colocado únicamente para inversores calificados", es decir que va a estar dirigido "a inversores que manejen fondos".
- Desde hace 5 años hay un régimen especial al que solo accedieron 51 firmas de las 800.000 que están registradas en la Secretaría Pyme. En cambio, 11.000 de ellas ya descontaron cheques en el mercado y los fondos especializados los compraban sin importarles quién era el librador, siempre y cuando estuvieran avalados. Uno de los objetivos que se persigue es ampliar los plazos de financiación de las pymes, que ahora lo hacían a través de cheques avalados o de pago diferido

En la actualidad, un cheque avalado se descuenta en el mercado a un 22% y se espera que las tasas de las ON se liciten dentro de ese rango, según el plazo. Además, la Pyme abonará un porcentaje del monto de emisión a la entidad avalista (hoy es entre 2% y 3%), un arancel de mercado (entre 0,12% y 0,15%) y una tarifa al agente colocador. Si bien la CNV tiene la potestad de regular los máximos de las tasas que cobran los avalistas, por el momento decidieron no hacerlo con el objetivo de fomentar la competencia. En cuanto al régimen informativo, las emisoras solamente deberán presentar su balance anual, que ya están obligadas a dar a conocer, y hechos relevantes relacionados a apertura de concursos, pedidos de quiebra o acontecimientos "que obstaculicen o puedan obstaculizar seriamente el desenvolvimiento de sus actividades", Para ingresar al mercado de capitales en el régimen Pyme, las empresas deberán cumplir con límites de facturación anuales

preestablecidos según su actividad. Para el sector agropecuario, el tope son $ 230 millones; para industria y minería, $ 760 millones; para las Pymes de comercio, $ 900 millones; para

el sector de servicios, $ 250 millones; y para el ramo de la construcción, $ 360 millones. Si, durante el tiempo de vida de la ON, la empresa en cuestión crece y sobrepasa esos límites, seguirá siendo considerada Pyme hasta que termine de pagar el instrumento. Asimismo, si la firma tuviera un problema y no pudiera pagar las ON, el avalista tomará su lugar y cumplirá con las obligaciones en las mismas condiciones que se pactaron previamente.

Bloomberg

Los Fondos de Inversión en Acreencias (FIA – Perú)

Dichos Fondos de Inversión identifican medianas empresas requeridas de liquidez para capital de trabajo, cuya cartera de clientes sean del tipo gran empresa o corporaciones con un buen record crediticio en el sistema financiero, que no registren protestos en la Cámara de Comercio y que de preferencia emitan información pública en el mercado de capitales.

A diferencia del sistema bancario, los fondos de inversión son atractivo para las medianas empresas por:

• El costo financiero que implica recibir un monto menor al total de la acreencia, es considerablemente más bajo que las tasas de préstamo del sistema bancario. Así por ejemplo, la empresa asumiría tasas en soles entre el 10% y 18%; y en dólares americanos entre el 9% y 17%.

• El Fondo de Inversión asume todos los beneficios y riesgos económicos que conlleva ese cobro. Mientras que en una entidad bancaria, si la gran empresa no paga la factura , la línea de crédito de la mediana empresa proveedora se restringe y afecta su calificación crediticia al tener que asumir como suya la obligación del pago de la factura .

• Al no estar sujeto a un préstamo o servicio otorgado por una entidad financiera, permite que la línea crediticia del empresario quede intacta en el sistema financiero, habilitándolo para pedir préstamos adicionales si así lo requiere.

• Una vez que la empresa ha sido evaluada, la empresa puede disponer del efectivo a cambio de la cesión de cualquier tipo de acreencia en un lapso de 1 o 2 horas, siendo mucho más rápido que una entidad bancaria y más ajustado a real necesidad de la mediana empresa para el aprovechamiento de nuevas oportunidades de negocio.

¿Qué tipo de inversionistas participan en estos Fondos de Inversión?

El tipo de inversionistas que en su mayoría apuestan por este tipo de fondos tienen un perfil institucional, con una tolerancia moderada al riesgo y con un horizonte de inversión de 1 año.

Dichos inversionistas encuentran en este tipo de fondos un adecuado control del riesgo dado que el tipo de letras y facturas que adquieren son pagadas por empresas de alta calificación crediticia AAA hasta A locales, lo cual brinda mayor seguridad al momento de invertir en las acreencias.

La rentabilidad se mantiene porque continuamente toman y renuevan inversiones en relación a la demanda de empresas que requieran liquidez.

Existen diversos fondos que exigen al inversionista un plazo de permanencia de 8 años hasta un mínimo de 1 año, a lo que se suma los plazos cortos de letras y facturas en que invierte, lo cual permite realizar inversiones recurrentes y con mayor facilidad de liquidación.

Una vez culminado el plazo del fondo, el inversionista puede optar por renovar total o parcialmente su inversión. Asimismo, el inversionista tiene la alternativa de retirarse, a través de una operación en el mercado secundario, ya que estas cuotas están registradas en CAVALI, lo que permite negociarse con facilidad.

Bloomberg