Finanzas

Se actualiza la normativa para colocación primaria

NICOLAS FERRER

En el número anterior, destacamos una deficiencia crónica del mercado de capitales doméstico: su baja capitalización en relación al tamaño de la economía. Como por coincidencia, se efectivizaron durante la semana cambios normativos que apuntan a incrementar la transparencia del proceso de colocación primaria.

La Resolución General 662/2016 de la Comisión Nacional de Valores actualiza la reglamentación propia de los mecanismos pasibles de ser utilizados en el proceso de colocación primaria – salida al mercado - de valores negociables, destacando la idoneidad de la herramienta como medio para permitir la captación del ahorro del público por parte de las empresas.

Existen, en términos genéricos, tres mecanismos de colocación primaria de valores negociable[1]:

Las **ofertas públicas de precio fijo** (fixed price public offer), en las cuales el precio y el patrón de distribución de los títulos se encuentran definidas con antelación a la recepción de información de la demanda. Este modelo ha caído en desuso dado que no lleva al relevamiento de información respecto a la demanda potencial por los nuevos títulos, sólo quedando relegado como herramienta complementaria para la asignación de valores negociables en tramos no competitivos destinados a inversores minoristas.

En el proceso de **formación de libro** (book building), un agente colocador (underwriter) acuerda un rango de precios para la emisión con la empresa emisora, posteriormente recolectando manifestaciones de interés de inversores institucionales (a través de un road-show) que servirán como referencia para la determinación del precio y distribución de los valores. El mismo se ha vuelto el mecanismo más popular a pesar de recibir críticas con respecto a la posibilidad de que pueda existir un conflicto de intereses dado el grado de discreción que el agente colocador posee en la definición del precio y reparto de los títulos, el cual puede ser limitado por la normativa.

Finalmente, la **licitación pública** representa alguna forma de subasta, regularmente abierta al público inversor, por la cual este último realiza ofertas con respecto al precio y cantidad que se desea adquirir. Estos son finalmente establecidos dependerán de reglas determinadas con antelación al proceso. A pesar de representar la forma más competitiva de colocación – promoviendo una mayor recaudación de fondos – la misma ha perdido terreno a nivel internacional frente a la formación de libro en el caso de ofertas públicas iniciales de acciones.

El considerando de la R.G. 662/2016 enfatiza la necesidad de incorporar a las Normas de la Comisión Nacional de Valores el mecanismo de formación de libro dado su reconocimiento y aceptación en el plano internacional. No obstante, en nuestro país, este no representa una novedad. El mismo posee antecedentes tanto prácticos – la privatización de YPF en 1992/3 fue la primera vez que se habría aplicado[2] – como normativos, siendo que la Resolución Conjunta N° 470/2004 de

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos

BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

CNV y N° 1738 de AFIP trataba dicho procedimiento. Sin embargo, la R.G. 597/2011 había eliminado la posibilidad de utilizar el proceso.

En dicho contexto, la nueva resolución no posee un espíritu innovador, sino más bien ordenativo, actualizando las normas propias al proceso de colocación primaria de valores negociables a estándares internacionales mediante la inclusión del mecanismo de formación de libro, pero sin eliminar la posibilidad de recurrir al proceso de licitación pública.

Entre los aspectos más destacables de la norma encontramos su carácter modernizador y en línea con los preceptos de la Ley N° 26.381. Entre los aspectos que apuntan a ello se encuentran:

- El requerimiento de que la colocación de los valores se realiza a través de un sistema informático presentado por los diferentes Mercados y autorizado por la Comisión.
- En acuerdo con la exigencia de interconexión de los Sistemas Informáticos de Negociación de los mercados introducida en la Ley N° 26.831, cualquier Agente de Negociación o Agente de Liquidación y Compensación registrado en la Comisión y miembro de los Mercados podrá ingresar ofertas en cualquier tipo de colocación primaria independientemente del Mercado que haya sido seleccionado para llevarla a cabo.
- Cualquier emisión para la cual no aplique el régimen previsto por el BCRA (Comunicación 'A' N° 3046, modificatorias y complementarias) o se encuentre dirigida a inversores calificados, deberá prever un monto mínimo de suscripción, el cual no podrá superar los $20.000, limitando la exclusión de inversores minoristas.
- De manera de facilitar la salida de nuevos valores negociables al mercado, la norma prevé que el plazo de difusión del prospecto o suplemento de prospecto pueda reducirse de 3 días a un día en el caso que el emisor revista el carácter de frecuente a criterio de la CNV, el cual se alcanzará si el mismo se comprende dentro del régimen general de oferta pública y haya colocado por lo menos 2 emisiones de acciones y/u obligaciones negociables en el último año. Ello será de interés para aquellas entidades que recurran regularmente al mercado para colocar deuda corporativa.

Como particularidades de la norma de cada mecanismo de colocación podemos destacar que:

1. Tanto para la modalidad de licitación pública como de formación de libro, las adjudicaciones de los valores negociables deberán efectuarse a un valor uniforme para todos los participantes que resulten adjudicados, descartando un tratamiento diferencial en términos de precio según el valor ofertado.
2. En el caso de la licitación pública, salvo excepciones temporales detalladas en el prospecto de colocación, todas las ofertas ingresadas en los sistemas de negociación serán firmes y vinculantes. En contraste, las manifestaciones de interés en un proceso de formación de libro no adquieren carácter firme y vinculante hasta no ser ingresadas en los sistemas.

El esclarecimiento del reglamento aplicable al proceso de colocación primaria de activos negociables es un avance que debiera ser bienvenido por tanto por empresas como inversores locales, pero que por sí sólo resulta insuficiente para generar el marco institucional y económico necesario para dinamizar los ahorros del sector privado – particularmente de pequeños y medianos ahorristas – hacia el financiamiento corporativo.

Recientes anuncios de la salida al mercado accionario de dos empresas locales podrían señalar un cambio de rumbo. Banco Supervielle pretendería recaudar unos u$s 250 millones mediante la oferta pública de cerca de un 40% de su capital, el cual será colocado durante la semana que viene, mientras que Havanna buscaría obtener un monto similar en

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos

BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

una colocación aún sin fecha. Que ello represente un cambio de paradigma en el mercado accionario local, sólo el tiempo lo dirá.

[1] Mekjian, J. (2012) Auctions as an Alternative to Book Building in the IPO Process: An examination of Underpricing for Large Firms in France. Duke University

[2] Jagannathan, R. et al (2010) Why Don't Issuers Choose IPO Auctions? The Complexity of Indirect Mechanisms. NBER Working Paper

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824