

Perspectivas de los Mercados de Capitales: Digitalización, sostenibilidad y mayor
accesibilidad para las PyMEs

Por Sebastian Videla

I. Consideraciones previas

La actualidad de los mercados de capitales en Argentina se enfrenta a tres ejes paradigmáticos, a saber: (i) el fenómeno de la digitalización y tokenización, (ii) la emisión de bonos verdes, sociales y sustentables, y (iii) el acceso de la PyME a nuevas posibilidades de financiamiento alternativas a las formas tradicionales de acceso al crédito.

Como primera aproximación al tema que abordaremos sobre éstas perspectivas de los mercados de capitales, es preciso conceptualizar algunas cuestiones técnicas. No referiremos entonces a qué entendemos por mercado, valores negociables y oferta pública. Un mercado será, el lugar en el que se encuentran oferentes y demandantes de un determinado bien. Cuando hablamos de “mercado de capitales” hacemos referencia al ámbito en el cual se ofrecen de manera pública *valores negociables*, entendiendo por éstos últimos, a los títulos valores emitidos tanto en forma cartular, así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos crediticios, las acciones, las cuotapartes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se

registren en mercados autorizados, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados.¹

El art. 1815 del Cód. Civil y Comercial de la Nación, por su parte aporta una característica sustancial, al establecer que los títulos valores incorporan una obligación incondicional e irrevocable de una prestación y otorgan a cada titular un derecho autónomo. Si consideramos por ejemplo a las acciones de una sociedad anónima diremos que dichos títulos valores otorgan tanto derechos económicos como políticos. Cualquier persona jurídica puede crear y emitir valores negociables en las condiciones que elija. Así, las obligaciones negociables, las acciones, los valores fiduciarios, las cuotapartes en Fondos Comunes de Inversión (“FCI”), los cheques de pago diferido, etc.; todos ellos contienen el derecho a una prestación en tanto títulos valores. En el título valor se encuentra explicitado un derecho; y este, necesariamente, presupone una obligación². Por ello, el documento puede y debe analizarse desde dos puntos de vista: el del obligado a la prestación mencionada en el instrumento y el de quien está facultado para exigirla.³

Cuando hablamos de mercados de capitales dijimos entonces que aludimos al ámbito en que se ofrecen de manera pública estos valores negociables. Nos referiremos entonces a la *oferta pública*. Se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones

¹ Definición provista por el art. 2 Ley 26.831, sustituido por art. 34 de la Ley N° 27.440 B.O. 11/5/2018.

² PARODI, Horacio, "Títulos de crédito", Ed. Ábaco de Rodolfo Depalma, t. 2, p. 357.

³ RIVERA, Julio César - MEDINA, Graciela, "Código Civil y Comercial de la Nación comentado", Ed. La Ley, t. V, p. 142.

cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión.⁴ Esta definición vincula a la oferta pública con la noción tradicional de los títulos valores, lo cual resulta un tanto insuficiente a la luz de la concepción actual de los mercados de capitales que la asocian más al concepto de los valores negociables. Así lo hace el art. 2 del Decreto 677/2001 al decir: *“se entenderá por: Valores negociables: A los 'títulos valores' mencionados en el artículo 17 de la Ley N° 17.811 y sus modificatorias, emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, a los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, a las acciones, a las cuotapartes de fondos comunes de inversión, a los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, a cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros”*⁵

En los considerandos del referido decreto podrá observarse que se deja de lado el concepto de título valor, identificado con la forma cartular de los valores, para incluir a los valores escriturales, anotados en registros, una modalidad usual en los mercados de capitales. Similar criterio ha adoptado la ley española 27/1988 de Mercado de Valores.

Es así que podemos afirmar que el concepto de oferta pública como tal ha evolucionado desde los años 50, partiendo de la "autorización de cotización" pasando por la "autorización de oferta pública" y finalizando por la determinación de los tres elementos que debe darse en toda oferta pública: 1) Sujeto destinatario de la oferta: la invitación deberá ser

⁴ Definición provista por el art. 16 de la Ley Nro. 17.811. “Bursátil”. BO 16/07/68

⁵ Art. 2 del Decreto 677/2001 denominado “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública” brinda una definición en términos similares. Véase también la Resolución General de la CNV 470/2004 (de colocación de valores fiduciarios y obligaciones negociables).

efectuado a personas en general, sectores o grupos determinados; 2) Objeto del acto: la realización de cualquier acto jurídico con valores negociables; y 3) Forma del acto: a través de cualquier procedimiento de difusión.

Para concluir con las cuestiones técnicas, vale decir que en los mercados de capitales hay emisores de valores que necesitan financiamiento e inversores que tienen fondos y buscan obtener rendimientos. El objetivo de los mercados de capitales es canalizar el ahorro de individuos u organizaciones hacia la inversión productiva. Los emisores de valores pueden ser empresas o distintos niveles del Estado, mientras que los inversores pueden ser individuos o empresas. Los emisores de valores son entidades que buscan financiar sus proyectos emitiendo valores negociables en el mercado. Estos activos, como se dijo, pueden ser: bonos, acciones, cauciones, cheques avalados, fideicomisos financieros y muchos más. El mercado de capitales es un mercado formal y regulado por la Comisión Nacional de Valores (“CNV”)⁶ que es una entidad autárquica del Estado nacional regida por las disposiciones de la ley y las demás normas legales concordantes en la materia. Su función primordial es garantizar la seguridad de las operaciones que se realizan en los Mercado de Capitales. Habiendo efectuado una breve instrucción terminológica, adentrémonos al análisis del mercado de capitales actual y sus perspectivas a corto y mediano plazo.

II. Mercado de Capitales y sostenibilidad

Luego de la Pandemia del COVID⁷ ya no puede concebirse a la empresa como un mero instrumento para alcanzar el beneficio único de los accionistas, necesariamente se impone la convivencia de un modelo económico clásico con los modelos de sostenibilidad

⁶ Fue creada en 1968 por la Ley de Oferta Pública (Ley 17.811) y actualmente se rige por el marco normativo conferido por la Ley de Mercado de capitales (26.831) y las modificaciones introducidas por Ley de Financiamiento Productivo (27.440).

⁷ Declarada por la Organización Mundial de la Salud (“OMS”) el 30 de enero de 2020.

en una relación cada vez más estrecha. El desafío de la empresa será financiarse en una economía sustentable y sostenible.

En materia de sustentabilidad, se plantea que existe un lineamiento para la emisión de valores negociables, sociales, verdes y sustentables en la Argentina, de interés para algunas empresas privadas por este tipo de emisiones, las características de los bonos que se emitan y las ventajas de su emisión y comercialización, cuando las condiciones económicas generales lo permitan. Se enfatiza en que existen proyectos relacionados con energías limpias, producción saludable, transporte, redes de aguas, tratamiento de efluentes y otras áreas pueden calificar para emisiones. De esta forma en nuestro mercado se visualizan dos tipos de bonos vinculados a esta temática: (i) *los bonos sociales, verdes y sustentables*, (ii) *los bonos vinculados a la sostenibilidad*. Así, una obligación negociable (“ON”), una cuota parte de un fondo común de inversión (“FCI”), los valores representativos de deuda de un fideicomiso (“VRDF”) o un certificado de participación de un fideicomiso (“CP”) si cumplen con determinadas características pueden ser etiquetados como un bono verde o de sostenibilidad. Los *Green Bond Principles* (“GBP”)⁸ definen los bonos verdes como cualquier tipo de bono en el que los fondos se aplicarán exclusivamente para financiar, o refinanciar, ya sea en parte o en su totalidad, proyectos verdes elegibles, nuevos o existentes y que se encuentren en línea con los cuatro componentes principales de los GBP. *Climate Bonds Initiative*⁹, por su parte, define a los bonos verdes como aquellos bonos donde el uso de los recursos es segregado para financiar nuevos proyectos y también refinanciar existentes con beneficios ambientales. En cuanto a los segundos, *Sustainability Bond Guidelines*¹⁰ (“SBG”) definen los bonos sustentables como aquellos bonos donde los fondos se aplicarán exclusivamente a financiar o refinanciar, en forma total o parcial, una combinación de proyectos verdes y sociales que estén alineados con los cuatro componentes principales de

⁸ Véase el sitio: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

⁹ Véase el sitio: <https://www.climatebonds.net/>

¹⁰ Véase el sitio: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-bond-guidelines-sbg/>

los GBP y SBP. Es decir, acumulan las características de los Bonos Sociales y de los Bonos Verdes.

La diferencia será que en el primer caso son bonos de uso de fondos, por lo que el producido de la colocación de esa emisión tendrá que estar destinado a financiar un proyecto con impacto positivo, esto es, un proyecto verde, social o sustentable, cumpliendo así con los dos aspectos fundamentales de este tipo de bonos: el ambiental y el social. Por el contrario, un bono de sostenibilidad, no es un bono de uso de fondos, sino que es un bono de objetivos. La emisora identificará indicadores de rendimiento y objetivos de desarrollo sostenibles y fijará una fecha para alcanzar esos objetivos, siendo la consecuencia de no consecución de aquellos, una consecuencia económica vincula con el aumento de la tasa de interés. Como notas comunes a ambos bonos podemos decir que ninguno tiene incentivos distintos a los previstos para los demás bonos existentes, hay muy pocos en el mercado, en los dos se debe cumplir con el régimen de transparencia o divulgación por parte de la emisora y están sujetos a revisión externa de un tercero independiente. El emisor de un bono verde debe comunicar a los inversores en forma clara los objetivos ambientales, los procesos para determinar la elegibilidad de los proyectos y como ellos se ajustan a las distintas categorías y los criterios de elección incluyendo y, de corresponder, los criterios de exclusión o cualquier otro proceso aplicado para identificar y gestionar potenciales riesgos ambientales. Los emisores deben tener y mantener información actualizada fácilmente disponible sobre el uso de los fondos que se renovará anualmente hasta su asignación total.

Actualmente se enfatiza en que existen proyectos relacionados con energías limpias, producción saludable, transporte, redes de aguas, tratamiento de efluentes y otras áreas pueden calificar para emisiones. El sector que mayor cantidad de bonos de este tipo ha emitidos es el de las energías renovables, seguido por el agro, la construcción, las comunicaciones y el sector financiero. No resulta inusual que las energías renovables lideren los rankings de este tipo de emisiones, pero es de destacar que este financiamiento se encuentra disponible para cualquier industria, incluso para aquellas que por su naturaleza no

parecieran estar vinculadas a lo sustentable, como ser la industria de los hidrocarburos y la de los combustibles fósiles; por el contrario, dichas industrias podrían recurrir a estos tipos de bonos para mitigar, reducir o modificar sus métodos de producción además de ser tener un impacto reputacional sumamente positivo. Las ON son el instrumento más utilizado para este tipo de emisiones. No obstante, si bien creció el número de emisiones por el notorio interés de las emisoras, la porción continúa siendo una porción reducida del total de emisiones.

En México, en agosto de 2020, Coca-Cola FEMSA anunció la colocación de su primer bono verde en el mercado de capitales internacional por u\$s 705 millones con vencimiento en 2032, con referencia al bono del tesoro de los Estados Unidos de América más 120 puntos base, resultando en un cupón de 1850%. La transacción contó con una amplia participación por parte de inversionistas de grado de inversión, confirmando la disciplina financiera, el fuerte perfil crediticio y el compromiso con la sostenibilidad de la compañía. Este bono verde la ayudará a alcanzar sus metas ambientales y a contribuir a los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Organización de las Naciones Unidas (ODS).¹¹

Actualmente, el mayor mercado regional de bonos verdes es el de Brasil, que representaba en 2019 el 40% de las emisiones de bonos verdes según *Climate Bonds Initiative*. Al 2019, la Argentina se encontraba en el quinto puesto en emisiones de estos bonos en la región, después de Brasil, Chile, México y Perú¹².

Otra novedad en este tipo de emisiones la constituyen los proyectos sociales con enfoques en cuestiones de género, combinando un impacto social con proyectos que buscan por ejemplo fomentar posiciones de liderazgo de mujeres en el ámbito empresarial, a estos bonos se los ha considerado como “bonos rosas”. También podrían existir bonos de

¹¹ Fuente: <https://www.cronista.com/responsabilidad/el-sistema-financiero-se-sube-a-la-ola-verde/>

¹² Véase el sitio: <https://www.climatebonds.net/>

diversidad y allí tendríamos que analizar si esos bonos podrían constituir un bono autónomo de lo social y si así se podría generar una nueva etiqueta.

Sin duda existe en CNV, en Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (“BYMA”) y en el Mercado Abierto Electrónico S.A. (“MAE”) interés en promover bonos verdes, sociales o sostenibles, pero el principal desafío estará en crear políticas de coordinación para que pueda ser considerada como una política de estado. Asimismo, deberían implementarse distintos incentivos que respondan a las demandas de los inversores internacionales

II.a. ¿Qué son los criterios de *Environmental, Social and Governance* (ESG)?

La dificultad del desafío de empresa de financiarse en una economía sustentable podría sintetizarse en la frase de Janez Potocnik: *“Si crees que la economía es más importante que el medio ambiente, intenta aguantar la respiración mientras cuentas tu dinero”*.¹³

Conscientes de esta percepción, los llamados fondos responsables son inversores, que siguen los criterios de *Environmental, Social and Governance* (“ESG”), donde los procesos de inversión combinan el análisis financiero con información de carácter no financiera, esto es, con los factores ambientales, sociales y de gobierno de la empresa, para buscar, de esa manera, identificar riesgos y oportunidades, y alcanzar mejores rendimientos. En materia de criterios ambientales, estos cubren aspectos relacionados con los consumos de energía, el cambio climático, el uso del agua, la utilización de materiales y el impacto en la biodiversidad de las operaciones, entre otros.

¹³ Janez Potocnik, político esloveno fue comisario europeo para la Ciencia y la Investigación entre 2004 y 2009, y para el Medio Ambiente desde 2010 hasta 2014, nos acerca al concepto de inversión socialmente responsable; es decir, a la inversión que no solo busca rentabilidad, sino que también busca gestionar sus impactos en relación con los temas ambientales, sociales y de gobierno de las organizaciones.

Podría decirse que los criterios de ESG si bien se presentan como un fenómeno nuevo, son una evolución de temas con un mayor recorrido en nuestra tradición societaria como ser la Responsabilidad Social Empresaria (“RSE”) y las políticas de gobiernos corporativos.

Desde el punto de vista de las oportunidades, es posible sostener que las organizaciones que incorporen el concepto de ESG a su estrategia corporativa tienen una posibilidad única de fortalecer y afianzar la confianza de los distintos grupos de interés y, de esta manera, valorizar no solo la organización en el presente sino crear valor a largo plazo.

El movimiento ESG está experimentando un nivel de interés nunca antes visto por distintos *stakeholders*, con una marcación generacional muy interesante. Las nuevas generaciones son cada vez más exigentes con el medioambiente, lo social y el gobierno corporativo y se están convirtiendo en partes interesadas claves e impulsores de este tema.

Respecto de los criterios sociales, se incluyen cuestiones relacionadas con las condiciones laborales, como son los temas de prevención del trabajo infantil y/o trabajo forzado, la diversidad de colaboradores, el clima laboral, los Derechos Humanos, el relacionamiento con las comunidades locales y las cuestiones de salud y seguridad de las personas.

En relación con los temas de gobierno corporativo, que principalmente tienen que ver con la forma en que se gestiona una compañía, se incluyen cuestiones que abordan la independencia de los/as Directores/as, su remuneración, la estructura de la organización, su estrategia fiscal, de transparencia y los programas anticorrupción, entre otros.

Para concluir, la figura de los inversores o fondos de inversión responsables está creciendo significativamente, pasando de un análisis financiero tradicional a un análisis de identificación de riesgos y oportunidades potenciales considerando criterios de ESG, pero, por sobre todo, están influyendo de manera muy fuerte en el comportamiento de las empresas.

III. Mercado de Capitales y digitalización

Al desafío de la empresa de financiarse en una economía sustentable y sostenible, se adiciona el hecho de enfrentarse a la disrupción digital, sin dudas uno de los grandes retos de nuestro tiempo.

La Pandemia vino a acelerar fuertemente el proceso de digitalización. Las Pymes tuvieron que acelerar la adaptación al nuevo escenario y a la nueva competencia que exige el entorno.

La innovación y la digitalización ofrecen una oportunidad sin precedentes para que los mercados de capitales aumenten su eficiencia, mejoren la gestión de riesgos y ofrezcan un mayor valor a sus clientes.

El proceso de digitalización en los mercados de capitales ha avanzado de manera paralela en cuatro frentes: (i) el surgimiento y consolidación de nuevos agentes que ofrecen facilidades tecnológicas por medio del uso analítico del *big data*¹⁴, la inteligencia artificial y el *blockchain*¹⁵; (ii) la automatización de procesos, que ha permitido incrementar eficiencias y reducir costos al interior de las entidades; (iii) la prestación de nuevos servicios, que han facilitado la incursión de nuevos inversionistas y emisores; y (iv) la aparición de nuevos productos que buscan crear valor agregado a los clientes.

El potencial de la tecnología *blockchain* para mejorar la eficiencia en los mercados de capitales muy grande, lo cual puede evidenciarse en salidas a bolsa o en operaciones de valores, donde intervienen multitud de aplicaciones e intermediarios. Por su parte, el

¹⁴ Cuando hablamos de Big Data nos referimos a conjuntos de datos o combinaciones de conjuntos de datos cuyo tamaño (volumen), complejidad (variabilidad) y velocidad de crecimiento (velocidad) dificultan su captura, gestión, procesamiento o análisis mediante tecnologías y herramientas convencionales, tales como bases de datos relacionales y estadísticas convencionales o paquetes de visualización, dentro del tiempo necesario para que sean útiles.

¹⁵ Es un registro único, consensuado y distribuido en varios nodos de una red que permite la transferencia de un valor o activo de un lugar a otro sin intervención de terceros. En el mercado de capitales, el blockchain permite automatizar y descentralizar los procesos sin necesidad de usar intermediarios como las cámaras de compensación.

asesoramiento financiero automatizado, mediante *robo-advisors*, puede generar economías de escala y disminuir el costo marginal de este tipo de servicios. Otra innovación llega a través de los algoritmos de *trading*, que ayudan a procesar información rápidamente en negociaciones de alta frecuencia, -también conocidas en el ámbito financiero por su nombre en inglés, *high-frequency trading* (“HFT”).

Los algoritmos de *trading*, son una práctica de operación en mercados financieros que se caracteriza por el uso de algoritmos, reglas y procedimientos automatizados para ejecutar operaciones de compra o venta de instrumentos financieros. Un ejemplo de esta práctica es un algoritmo que permita identificar oportunidades de arbitraje en los mercados. Por su parte los *Roboadvisors* son servicios en línea basados en algoritmos e inteligencia artificial que intentan brindar asesoría financiera a inversionistas para la gestión de activos en portafolios de inversión.

Usualmente se utilizan *Smarts Contracts* que son contratos que se ejecutan por sí mismos sin que intermedien terceros y que se escriben en un código informático en lugar de utilizar un documento impreso en lenguaje legal. Estos no solo almacenan electrónicamente la documentación y permiten la firma electrónica, sino que analizan y ejecutan las reglas establecidas en el acuerdo. Un ejemplo de lo anterior es un contrato en donde se indemnice a una contraparte por incumplir unos términos, con esta herramienta la indemnización se realiza de manera automática sin necesidad de realizar el papeleo habitual.

Otro uso muy útil que posibilita la tecnología blockchain en Argentina es la **tokenización** de commodities mediante la oferta privada de certificados de depósito (CD) en formato de tokens. La tokenización puede ser definida como la representación digital de activos y es posible a partir de la evolución de internet, la cual nos trae una internet de valor: una innovadora plataforma que nos permite remodelar el mundo de los negocios y transformar el viejo orden de los asuntos humanos, ello a partir de la implementación de la

tecnología blockchain.¹⁶ En este caso, se puede realizar mediante un Agente de Liquidación y Compensación quien, por normativa de la CNV, pueden intervenir en las liquidaciones y compensaciones de las operaciones concertadas en los sistemas informáticos de negociación de los mercados autorizados, al contar con una base de usuarios inversores registrados, con datos validados y previamente calificados según su nivel de ingresos y perfil de riesgo.

Los CD son un instrumento ya establecido en el mercado de capitales, por lo tanto, un token que represente un certificado, o una porción de un certificado, con las debidas garantías tecnológicas y jurídicas deben ser interpretados como valores negociables de conformidad con las características establecidas en la normativa aplicable (artículo 2 de la Ley 26.831). En cuanto a la referencia a cualquier valor y derecho de crédito que menciona la ley, ésta podría relacionarse directamente con el concepto de título valor del artículo 1815 del Código Civil y Comercial de la Nación¹⁷, esto, sujeto a lo previsto en el artículo 1816 de la citada norma que establece que *“el portador de buena fe de un título valor que lo adquiere conforme con su ley de circulación, tiene un derecho autónomo y le son inoponibles las defensas personales que pueden existir contra anteriores portadores”*. Así, el Agente de Liquidación y Compensación puede bien tomar posesión por cuenta propia del CD o acordar una reserva de los mismos con la entidad emisora, tokenizar estos CD mediante la implementación de una plataforma tecnológica que habilite la posibilidad de ejecutar el negocio y ofrecer estos tokens a aquellos usuarios inversores de la plataforma que califiquen para poder adquirir dicho producto.

Los principales beneficios de la tokenización se vinculan a la desintermediación, sumada a la automatización de procesos mediante *smart contracts*, lo que se traduce en ahorro de tiempo y economía, tanto para el emisor como para el inversor. La automatización

¹⁶ Moon, C., “Blockchain 101 for Lawyers Part 1”, 2017, Law Technology Today.

¹⁷ *“los títulos valores incorporan una obligación incondicional e irrevocable de una prestación y otorgan a cada titular un derecho autónomo...”*

de los pagos, a su vez, puede eliminar el riesgo de contraparte de que la contraparte en una transacción incumpla su obligación. La naturaleza distribuida de las blockchains, la inmutabilidad de su registro y la aplicación de criptografía asimétrica aporta resiliencia y seguridad para la emisión de tokens. A esto se suma un incremento de transparencia en relación al emisor per se y a los activos involucrados, lo que facilita procesos de auditoría en tanto y en cuanto los oráculos sean confiables. Los reguladores, por su parte, pueden tener acceso casi en tiempo real sobre aspectos o momentos del ciclo de vida del token, facilitando procedimientos de *Anti Money Laundering* (“AML” – Prevención de lavado de dinero) y *Know Your Customer* (“KYC” – Conozca a su Cliente).

Por otro lado, la tokenización flexibiliza la intermediación en el proceso de comercialización: el vínculo es directo entre el emisor del token y el inversor, quienes a su vez pueden beneficiarse de tenencias fraccionales, al dividirse activos reales en muchos tokens, lo que permite que inversores minoristas participen en negocios que de otro modo quedarían reservados para inversores institucionales por el significativo monto de inversión requerido. Esto beneficia especialmente a las pequeñas y medianas empresas.

Los beneficios de la tokenización pueden impactar en los siguientes ámbitos:

- *Precio de los valores negociables*

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (“OECD”) sostiene la existencia de mercados tokenizados generaría una reducción en la información asimétrica y mejoraría el proceso de formación de precios de los activos digitales. Esto podría permitir que el precio de ciertos valores negociables tokenizados se convierta, de facto, en el precio indicativo del activo subyacente, del mismo modo que ocurre con algunos derivados, utilizados para justipreciar los activos subyacentes (i.e., como ocurre con los contratos de futuro o con ciertos Credit Default Swaps).

- *Comercialización de valores negociables*

La tokenización permite que el inversor sea, per se, su propio *broker-dealer*, y las transacciones que realiza son validadas por los otros participantes de la red, actuando esta como agente de registro y de *clearing* per se, recibiendo a cambio una comisión, desintermediándose el proceso de comercialización de valores negociables. Esto no implica, necesariamente, la desaparición de los *market-makers* en ambientes *on-chain*, pero implica, por cierto, que una porción de esta ganancia de eficiencia (i.e., reducción de costos de estructuración) será capturada por el proveedor de la plataforma de tokenización, reteniendo asimismo el rol de ser un mercado secundario para los tokens emitidos.

- *Post-trade*

Las funciones de las cámaras compensadoras, que retienen el riesgo de contraparte de ambas partes en una transacción, asegurando el cumplimiento en caso de default de unas de las partes, o el rol de los agentes de depósito que registran titularidad y transacciones y producen pagos, son funciones clásicas de intermediarios que pueden ser reemplazadas por un solo registro, distribuido, inmutable, actualizado con cada transacción y que puede ser accedido/editado en tiempo real en cualquier momento si se tienen los permisos necesarios.

Lo expuesto es potenciable exponencialmente con la utilización de *smart contracts* para transaccionar pagos de manera automática, segura y trazable, lo que promueve la incorporación de las DLTs como registros des-centralizados de datos sobre transacciones pero que también tienen u ofrecen la potencialidad de actuar como contraparte común a todos los actores, eliminando la necesidad de mantener márgenes de garantía exigidos por las cámaras compensadoras.

- *Desintermediación relativa*

A pesar del potencial de des-intermediación expuesto, la OECD considera que, en este estadio actual, *blockchain* requerirá igualmente un tercero de confianza en aquellos casos en que exista dualidad de activos reales y digitales. Este tercero de confianza debería garantizar:

- (i) la existencia y cualidad del activo real que subyace y justifica su activo digital,
- (ii) que solo existe una única representación digital para un mismo activo real,
- (iii) ejerza la custodia del activo real subyacente y ofrezca un ámbito de resolución de disputas.

Resulta necesario resolver, de forma previa, importantes aspectos tecnológicos y regulatorios para lograr una masificación ordenada de la tokenización y, especialmente, avanzar en un marco legal sobre el alcance de los contratos inteligentes y los esquemas de auditoría que permitan tender hacia su estandarización. En este sentido, la naturaleza de los activos digitales y de las herramientas tecnológicas implementadas para programar reglas y condiciones que permiten ejecutar su transaccionalidad, es un tema que aún se encuentra pendiente de determinación en cuanto al establecimiento de las reglas aplicables.

El proceso de masificación de la tokenización puede facilitar o aumentar la liquidez de ciertos activos ilíquidos, agilizando su comercialización. Los beneficios dependerán de que exista una efectiva reducción de costos y aumento de eficiencia que justifiquen tokenizar un proyecto o utilizarla en sectores donde la confianza deba ser restaurada o garantizada y esto se puede lograr con la reducción de la asimetría informativa, por cuanto los tokens incorporan información programática sobre el subyacente que permite mejorar y clarificar las condiciones de transaccionalidad sobre los mismos.

La digitalización de los mercados de capitales promueve la eficiencia de los servicios y la innovación de productos, aumentando la competencia, permitiendo la llegada de nuevos agentes y generando valor agregado a los clientes. Si bien los reguladores son cada vez más conscientes del cambio del modelo de negocio de las entidades financieras y de los beneficios de la tecnología, el ritmo con que la era digital se ha posicionado presenta un importante reto para la generación de un marco regulatorio, por lo que ha sido necesario modificar el enfoque

supervisor para que vaya en línea con la transformación e innovación de la industria. El mercado de capitales argentino aún tiene una importante oportunidad de posicionarse como un mercado líquido y dinámico, por lo que la digitalización puede brindar las herramientas necesarias para su crecimiento.

IV. Mercado de Capitales y la PyME

En materia de financiamiento de empresas, se plantean las limitaciones actuales que padecen las PyMES a la hora de acceder al financiamiento, por lo que debería ampliarse el acceso al mercado de capitales, lo que es acompañado por la reforma introducida por la ley 27.440 a la Ley de Concursos y Quiebras¹⁸ permitiendo el *netting*, es decir la compensación de créditos y deudas en operaciones de derivados financieros, aun cuando se produzca el concurso o la quiebra de una de las partes. La referida reforma incorpora un nuevo privilegio especial fortaleciendo la estabilidad de los mercados de futuros y opciones, dentro de su marco legal.

La creciente apertura del mercado de capitales a las MiPyMEs fue producto de una conjunción normativa: (i) la Ley 26.831 de Mercado de Capitales (“LMC”)¹⁹; (ii) la Ley 27.264 de Programa de Recuperación Productiva²⁰; (iii) la Ley 27.440 de Financiamiento Productivo²¹; (iv) la Ley 27.444 de Simplificación y Desburocratización para el Desarrollo Productivo de la Nación²²; y (v) la reglamentación de la LMC por parte de la CNV.

El marco regulatorio precedentemente enumerado, facilitó y abarató la salida de las MiPyMEs al mercado de capitales con deuda propia, accediendo a fondos líquidos,

¹⁸ Ley Nro. 24.522 “Concursos y Quiebras”. B.O. 09/08/1995

¹⁹ Ley Nro. 26.831 “Mercado de Capitales”. B.O. 28/12/2012

²⁰ Ley Nro. 27.264 “Programa de Recuperación Productiva”. B.O. 01/8/2016

²¹ Ley Nro. 27.440 “Financiamiento Productivo”. B.O. 11/5/2018

²² Ley Nro. 27.444 “Simplificación y Desburocratización para el Desarrollo Productivo de la Nación”. B.O. 18/06/2018

generando nuevas posibilidades de financiamiento alternativas a las formas tradicionales, donde en general existen tasas de interés elevadas para los tomadores de líneas de crédito.

Las empresas que puedan acceder al régimen PYME CNV tendrán ventajas considerables a la hora de operar en los mercados de capitales, tales como: (a) aquellas que coticen su capital (acciones) estarán exceptuadas de constituir un Comité de Control; (b) no abonarán tasas de fiscalización y control ni aranceles de autorización de emisiones; (c) podrá acceder al mercado la empresa bajo forma de SRL; (d) los valores negociables emitidos por estas PYMES CNV solo podrán ser adquiridas por inversores calificados (en los términos de la reglamentación CNV), a excepción de las ON garantizadas; (e) podrán colocar en la oferta primaria sus valores prescindiendo de entidades que presten servicios de colocación, bastando con la intervención de un Agente de Liquidación y Compensación (“ALyC”), un mercado autorizado por CNV o un Agente de Negociación; (f) tendrán (las emisiones garantizadas) un régimen de información atenuado, no debiendo presentar los informes periódicos, sino solo los anuales, y (g) también tendrán un régimen de información atenuado en el caso de "hechos relevantes", limitados a supuestos falenciales (APE, concursos y quiebras con sus vicisitudes) y situaciones excepcionales que impidan su operación.

Asimismo, la CNV recientemente aprobó dos normativas referidas a empresas de tecnología del conocimiento y a plataformas involucradas en el financiamiento a pymes, en pos de impulsar a más empresas a financiarse en un mercado de capitales cada vez más transparente y participativo.

La RG 932 contempla la simplificación de los requisitos para el ingreso de empresas de tecnología y del conocimiento a la oferta pública, a fin de promocionar actividades económicas que apliquen el uso del conocimiento y la digitalización de la información, la obtención de bienes, prestación de servicios y/o mejoras de procesos. Entre los beneficios que contempla se encuentra la eliminación de las trabas a las sociedades que no podían acreditar porque tenían activos fijos y, a modo de ejemplo, en lugar de presentar un balance

especial cuando pasen más de cinco meses bastará con una reseña informativa o declaraciones juradas. Entre otros rubros, incluye a *startups*, aplicaciones, producción de software y servicios digitales, servicios de diseño, videojuegos, bioinformática, servicios de cómputos en la nube, producción y posproducción audiovisual.

Por otra parte, la RG 933 apunta a ordenar, con reglas establecidas, las plataformas que ejercen una actividad relativa al financiamiento de las pymes, a través de la negociación de facturas electrónicas, y que no integran el ámbito controlado por la CNV, de acuerdo a lo establecido en el artículo 13 de la Ley de Financiamiento Productivo 27.440.

Durante el segundo trimestre de 2020 el financiamiento obtenido por las PyMEs ascendió a \$42.641 millones, monto que representó el 28% del total del financiamiento en el mercado de capitales. El financiamiento en cuestión se compuso de \$39.313 millones (92% del total) en concepto de Cheques de Pago Diferido, de los cuales \$36.663 millones (el 86%) corresponde al segmento avalado y los \$2.650 millones restantes (el 6% del financiamiento PyME), al segmento directo -nos referimos exclusivamente a la porción negociada por PyMEs-; \$1.539 millones (4% del total) a través de Fideicomisos Financieros, \$883 millones mediante la negociación de Pagarés avalados, \$641 millones a través de la colocación de Obligaciones Negociables y el remanente (\$265 millones) corresponden a la emisión de Facturas de Crédito Electrónicas. Estos últimos tres instrumentos explican el 4% del financiamiento PyME en el mercado de capitales. El instrumento con mayor dinamismo de los últimos 12 meses es el Cheque de Pago diferido, el cual ha aumentado en monto negociado de manera continua, pasando de \$5.647 millones en julio de 2019 a \$15.213 millones en junio de 2020, exhibiendo un aumento de 169% al cabo de ese período. Al hacerse la distinción entre cheques de pago diferido avalados y directos, el aumento en los primeros es de 149% durante el mismo lapso, mientras que el incremento en los directos es del 98% para el intervalo octubre '19 – junio '20 (a falta de una serie de datos más larga).²³

²³ Fuente: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/06._informe_trimestral_pyme_junio_2020_final.pdf

El monto acumulado por el cual se financiaron las PyMEs en el mercado de capitales durante 2020 que se observa en el gráfico inserto a continuación el cual asciende a \$115.185 millones, lo cual constituye un aumento del 77% respecto del período de 12 meses previo (julio 2018 /junio 2019).

En millones de pesos. Últimos 12 meses.



En el gráfico se observa el porcentaje que representa el monto obtenido por las PyMEs respecto del total a lo largo de todo el año. En el caso de 2020, el período considerado enero-junio.²⁴

²⁴ IAMC (2008-2013) y CNV (2014-2020)

