

Alternativas regulatorias para la emisión de obligaciones negociables

Tamara Friedenberger

Introducción

Durante años, emitir Obligaciones Negociables (“ONs”) en oferta pública en la Argentina implicó —salvo contadas excepciones— recorrer un único camino, el Régimen General ante la Comisión Nacional de Valores (la “CNV”), con autorización previa, prospecto completo, régimen informativo periódico pleno y, muchas veces, plazos de tramitación que podían demorar semanas o meses. Para una empresa mediana o una PyME que necesitaba financiamiento ágil, esa exigencia operaba, en los hechos, como una barrera de entrada, ya que el costo regulatorio y el tiempo de tramitación de una emisión pequeña podían terminar siendo, en términos relativos, más altos que los de una emisión grande.

Luego de una serie de consultas públicas, la CNV abandonó ese esquema único y lo reemplazó por un verdadero menú de regímenes de autorización automática, segmentados por el impacto económico de la emisión (monto), el tipo de inversor al que se dirige y el nivel de información que la empresa está dispuesta a compartir con el mercado. A este proceso —que combina la eliminación de instancias de revisión previa, la multiplicación de puertas de entrada según el tamaño de la operación y la convivencia de regímenes especiales para PyMEs y entidades de garantía— la CNV y el mercado lo vienen llamando el “Big Bang” del mercado de capitales. La expresión no es casual, sino que alude —como expresó el propio Presidente de la CNV— al “Big Bang” de 1986 de la Bolsa de Londres, la desregulación instrumentada por Margaret Thatcher que eliminó las comisiones fijas, suprimió la distinción entre los agentes que operaban como *brokers* y como *dealers*, y reemplazó el sistema de rueda física por uno de pantallas electrónicas, transformando a Londres en una de las plazas financieras más competitivas del mundo. El término fue luego retomado para describir otras reformas regulatorias de gran escala y aplicación relativamente rápida en distintos mercados, como el “Big Bang” japonés de fines de los noventa, y la CNV recurre a la misma metáfora para describir la magnitud y la velocidad con que reconfiguró, en pocos años, el esquema de autorización de ofertas públicas en la Argentina.

El sustento normativo de esta potestad regulatoria surge del artículo 19, incisos g), h), r) y u), y del artículo 81 de la Ley de Mercado de Capitales, que la CNV invoca de manera constante en los considerandos de cada una de las resoluciones generales dictadas en el marco de esta reforma.

El resultado práctico, varios años después de iniciado el proceso, es un mercado de capitales con una oferta de “trajes a medida” mucho más amplia que la que existía en el modelo binario anterior. Donde antes había, en rigor, dos caminos —Régimen General o PyME CNV—, hoy conviven al menos siete combinaciones relevantes para una emisión de ONs: Bajo Impacto, Mediano Impacto, Mediano Impacto Ampliado, Régimen General (con o sin la simplificación de Emisor Frecuente), PyME CNV, PyME CNV Garantizada

y la variante de Financiamiento Colectivo, sin contar las combinaciones posibles entre varios de ellos. El organismo, además, no eliminó su control, sino que lo reubicó. Dejó de actuar primero como revisor previo de cada documento y pasó a actuar, en los regímenes automáticos, como supervisor *ex post*, conservando expresamente —y lo repite en los considerandos de cada nueva resolución— sus facultades de fiscalización, requerimiento de información adicional y sanción.

Este artículo pretende ordenar la normativa, repasar el antes y el después, y profundizar en cada uno de los regímenes disponibles, con sus requisitos, montos, plazos, obligaciones informativas y ejemplos prácticos.

I. Antes, un sistema centrado en la autorización previa

Antes, el esquema de oferta pública de ONs respondía a una lógica binaria, con muy pocos matices intermedios.

El Régimen General como puerta de entrada por defecto

El Régimen General previsto en el Capítulo V, Título II de las normas de la CNV, según el texto ordenado por la Resolución General 622/2013, con sus modificatorias y complementarias (las “**Normas de la CNV**”), exige autorización previa de la CNV para cada emisión —ya fuera una serie autónoma o la autorización de un Programa Global—, prospecto completo confeccionado bajo los estándares del Anexo I del Capítulo IX con información financiera bajo Normas Internacionales de Información Financiera (“**NIIF**”) y un régimen informativo periódico pleno —estados contables trimestrales y anuales, memoria, informe de la comisión fiscalizadora, hechos relevantes sin atenuación alguna—, sin límite de monto ni restricción en cuanto al tipo de inversor, es decir que cualquier persona, calificada o no, puede suscribir la emisión.

En la práctica, esa autorización previa no es un trámite de un solo paso, sino un circuito de ida y vuelta que puede extenderse durante semanas o meses. El emisor envía la documentación a la CNV, que la deriva al equipo legal de la Gerencia de Emisoras; el equipo legal formula sus observaciones, el emisor responde y el expediente pasa luego al equipo contable, que repite el mismo proceso de comentarios y respuestas, hasta que, finalmente, ambas áreas dan su conformidad y la emisión queda habilitada. Cada ronda de vistas suma días o semanas a un cronograma que, para una colocación que necesitaba salir al mercado en una ventana favorable, puede volverse contraproducente.

Ese mismo esquema se reproducía en la vida posterior de cualquier Programa Global. Era obligatorio actualizar el prospecto cada vez que la empresa cerraba sus estados contables anuales. Como la enorme mayoría de las compañías cierra su ejercicio en diciembre, marzo se convertía en un cuello de botella regulatorio: prácticamente todas las emisoras actualizando sus prospectos al mismo tiempo, lo que sobrecargaba de trabajo a la CNV y, en consecuencia, alargaba los tiempos de respuesta a los documentos presentados. Si a

eso se sumaba la necesidad de modificar los términos y condiciones del programa, o de tramitar su prórroga, el trámite se volvía todavía más engorroso.

A esto se agregaban los plazos mínimos de difusión previa a la colocación. Bajo un Programa Global, la regla general exigía difundir la oferta durante un mínimo de tres días, contados desde el día hábil siguiente a la publicación del suplemento de prospecto y del aviso de suscripción. Si la oferta primaria estaba dirigida exclusivamente a Inversores Calificados¹, ese plazo podía reducirse a un solo día, también contado desde el día hábil posterior a la publicación de los documentos. Y si el emisor estaba registrado bajo el régimen de Emisor Frecuente, la difusión también podía acortarse a un día, sin importar en ese caso si la oferta se dirigía solo a Inversores Calificados o al público inversor en general.

Este régimen estaba pensado, en su diseño original, para las grandes emisoras del mercado, entendidas como bancos, compañías de seguros, grupos industriales de primera línea, muchas veces ya con acciones en oferta pública. El costo de cumplimiento — auditorías, informes periódicos, estructura de gobierno corporativo, asesoramiento legal y contable permanente— se justifica por el volumen de la emisión y por el acceso a un público inversor amplio.

El Régimen PyME CNV, la única alternativa simplificada

La única ventana realmente más liviana era el Régimen PyME CNV (Capítulo VI, Título II de las Normas de la CNV), reservado a empresas que califican como PyME acreditando Certificado MiPyME vigente. Este era el único régimen que permitía un prospecto simplificado, exenciones parciales en materia de sindicatura y de elaboración de estados contables bajo NIIF, y la posibilidad de contar con el aval de una Entidad de Garantía, dando lugar a la figura de PyME CNV Garantizada.

Pero esta vía solo estaba disponible para quienes efectivamente calificaban como PyME. Una empresa mediana, sin clasificación PyME, que quisiera hacer una emisión acotada y dirigida a inversores institucionales, debía igualmente transitar el Régimen General

¹ Conviene detenerse, antes de avanzar, en qué significa ser un Inversor Calificado, ya que este concepto atraviesa transversalmente casi todos los regímenes que se describen a continuación. Se considera Inversor Calificado, entre otros sujetos, al Estado Nacional y sus entidades, a bancos y entidades financieras, a FCIs y FFs con oferta pública, a compañías de seguros, a SGRs, a agentes registrados por la CNV que actúen por cuenta propia, a toda persona jurídica constituida en el extranjero y a toda persona humana con domicilio real en el extranjero —sin que a estos últimos se les exija acreditar ningún umbral patrimonial— y, en lo que resulta más relevante para el inversor minorista local, a toda persona humana residente en la Argentina o persona jurídica constituida en el país que cuente con inversiones en valores negociables y/o depósitos en entidades financieras —en el país o en el exterior, incluyendo activos virtuales— por un monto equivalente a UVA 200.000 (aprox. USD 270.000). Este último umbral no es menor, ya que las reformas de 2026 lo redujeron desde los UVA 350.000 (aprox. USD 476.000) que regían anteriormente, ampliando así, de un plumazo, el universo de personas humanas residentes que califican como Inversores Calificados y que, en consecuencia, pueden participar en la colocación primaria y en la negociación secundaria de los Regímenes de Bajo y Mediano Impacto.

completo, con el mismo prospecto, el mismo régimen informativo y la misma autorización previa que una emisora de primera línea con oferta pública por miles de millones de pesos. El traje no se ajustaba al tamaño de la operación ni al perfil de los inversores a los que efectivamente se dirigía.

En síntesis, el modelo previo imponía fricciones recurrentes en toda la vida de una emisión: autorización previa para salir al mercado, autorización previa para actualizar el prospecto cada año, autorización previa para modificar términos y condiciones o prorrogar un programa, y plazos de difusión que solo se acortaban en supuestos puntuales. Estas demoras eran particularmente costosas para emisores que debían planificar sus colocaciones con varias semanas de anticipación, y más aún si no contaban con el prospecto anual ya actualizado.

II. El “Big Bang”: de la autorización previa a la autorización automática por impacto

El cambio de paradigma se apoya en la idea de que no todas las emisiones generan el mismo riesgo sistémico ni el mismo interés del público inversor en general, por lo que no todas deberían estar sujetas al mismo nivel de control previo. A partir de allí, la CNV construyó una escalera de regímenes de autorización automática, organizados según el monto y el público objetivo de la emisión.

La lógica subyacente es que la CNV no resigna sus facultades de control, sino que las reubica. Es decir que, de revisar cada documento antes de su difusión, pasa a fiscalizar después, conservando la potestad de requerir información adicional, observar a un emisor o aplicar sanciones disciplinarias si la emisión no cumple los requisitos del régimen invocado.

Esta reubicación del control, sin embargo, no convierte al esquema en un libertinaje regulatorio. Emisores, colocadores y demás sujetos intervinientes siguen sujetos, en toda circunstancia, a la responsabilidad prevista en los artículos 119 y 120 de la Ley de Mercado de Capitales: el órgano de administración y, en lo que les atañe, el órgano de fiscalización y los auditores, responden por la veracidad de la información contenida en el prospecto, y los organizadores y colocadores responden si no han revisado “diligentemente” la información contenida en el prospecto. Esta responsabilidad cobra una dimensión particular en el esquema actual, precisamente porque ya no existe una revisión previa de la CNV que funcione como un filtro adicional, y porque la actualización anual del prospecto —que antes era obligatoria— hoy es una decisión del emisor. Si no se actualiza, el prospecto original sigue siendo el documento vigente, y si se opta por actualizarlo, esa actualización también goza de autorización automática, sin pasar por una nueva revisión de la CNV. En otras palabras, la ausencia de un control previo, sumada a la posibilidad de no actualizar la información periódicamente, traslada un mayor peso a la diligencia que efectivamente despliegan el emisor y los colocadores al momento de armar la documentación de la oferta, ya que cualquier omisión o

desactualización relevante puede generar responsabilidad bajo los artículos 119 y 120 de la Ley de Mercado de Capitales, sin que medie la revisión que antes representaba la intervención de la Gerencia de Emisoras de la CNV. Como un límite pensado para evitar el uso abusivo de esta mayor flexibilidad, la normativa contempla, además, que la publicación de más de dos modificaciones al prospecto a través de una adenda o suplemento modificatorio dentro de un plazo de treinta días corridos, sin que medien circunstancias que lo justifiquen, se considera un supuesto de reiteración pasible de medidas disciplinarias tanto para la emisora como para los responsables firmantes del prospecto.

Esto es especialmente relevante en transacciones en las que no interviene un estudio jurídico independiente que represente específicamente a los colocadores, sino que el mismo asesor legal de la operación asiste tanto al emisor como a los colocadores (conocido como “*deal counsel*” o “*transaction counsel*”). En esos casos, la norma requiere incorporar un factor de riesgo específico advirtiendo a los inversores que los colocadores no contaron con asesoramiento legal propio e independiente del emisor para la revisión de la documentación de la oferta, lo cual puede incidir en el alcance de la diligencia debida efectivamente realizada sobre el contenido del prospecto y, por extensión, en la solidez de la defensa que esos colocadores podrían invocar frente a un reclamo bajo el artículo 120 de la Ley de Mercado de Capitales.

Bajo Impacto

Bajo el Régimen de Oferta Pública de ONs con Autorización Automática por su Bajo Impacto (Sección IX, Capítulo V, Título II de las Normas de la CNV), la emisión tiene un tope de UVA 1.000.000 (aprox. USD 1,36 millones)² por emisor, o de UVA 20.000.000 (aprox. USD 27,2 millones) por emisor en caso de que sea garantizada³. Ese monto se computa por agregación, lo que quiere decir que se consideran todas las colocaciones realizadas por el mismo emisor bajo este régimen en los doce meses anteriores a la última fecha de emisión, y una vez amortizadas total o parcialmente las emisiones previas, el emisor puede volver a colocar dentro de ese mismo tope.

La emisión solo puede dirigirse a Inversores Calificados, sin límite de número, salvo en los supuestos de excepción que habilitan la participación de inversores no calificados que son: (i) emisiones PyME CNV Garantizada, (ii) emisiones totalmente garantizadas por una o más Entidades de Garantía, o (iii) emisiones de emisoras que ya estén autorizadas a la oferta pública bajo el Régimen General (ONs o acciones) y cumplan el régimen informativo de ese régimen. A diferencia del Régimen General, no requiere autorización previa, sino que el emisor únicamente debe notificar a la CNV, a través de la plataforma

² Las equivalencias en dólares estadounidenses que se incluyen a lo largo de este artículo son aproximadas, calculadas al valor UVA y al tipo de cambio de referencia BCRA Comunicación “A” 3500 vigentes a la fecha de redacción, y variarán con el tiempo.

³ Emisiones PyME CNV Garantizada, o emisiones totalmente garantizadas por una o más Entidades de Garantía.

de trámites a distancia (“TAD”), a más tardar el mismo día en que comienza la difusión, y dentro de los diez días hábiles posteriores al cierre del período de colocación debe presentar cierta información mínima sobre la emisión efectivamente colocada, salvo que se trate de una PyME CNV o PyME CNV Garantizada, exceptuadas de este último paso.

Tampoco está sujeta al régimen informativo general y periódico de la CNV previsto en los Títulos II y IV de las Normas de la CNV, aunque sí debe cumplir en todo momento con las normas de transparencia del artículo 117 de la Ley de Mercado de Capitales, por lo que no puede usarse para difundir información engañosa o manipular el mercado, aunque no exista un régimen informativo periódico formal. El emisor debe, además, advertir expresamente a los inversores en el prospecto (si lo hubiera) que la CNV no ha verificado ni emitido juicio sobre la emisión ni sobre la veracidad de la información distribuida, siendo esta responsabilidad exclusiva del emisor. Si bien la publicación de un prospecto no es obligatoria bajo este régimen, en la práctica se observa que buena parte de los emisores igualmente opta por difundir uno, aunque acotado, como forma de brindar mayor certeza a los inversores sobre los términos y condiciones de la emisión y de reforzar la defensa frente a un eventual reclamo por responsabilidad. Es, claramente, el régimen de menor costo regulatorio, ya que cuenta con rapidez máxima y divulgación de información mínima, a cambio de un universo de inversores acotado.

Mediano Impacto

El Régimen de Oferta Pública de ONs con Autorización Automática por su Mediano Impacto (Sección XI, Capítulo V, Título II de las Normas de la CNV) es la escala intermedia. El tope de emisión, que originalmente fue de UVA 7.000.000 (aprox. USD 9,5 millones), fue elevado a UVA 15.000.000 (aprox. USD 20,4 millones) —también por agregación en los doce meses anteriores— mediante las reformas de 2026. Como regla, también está reservado a Inversores Calificados, con las mismas excepciones que el Bajo Impacto.

A diferencia del Bajo Impacto, el Mediano Impacto requiere que el emisor ingrese formalmente al Régimen de Oferta Pública y cumpla un régimen informativo simplificado —no el pleno—, con atenuación en la difusión de hechos relevantes. Es decir, criterios de divulgación menos estrictos que los del Régimen General, aunque no inexistentes. En este sentido, en lugar del extenso listado de hechos relevantes exigido bajo el Régimen General, el emisor bajo Mediano Impacto solo debe informar dos supuestos acotados, como la iniciación de procesos concursales o de quiebra, propios o de terceros, y los hechos de cualquier naturaleza que obstaculicen o puedan obstaculizar seriamente el desenvolvimiento de sus actividades o su capacidad de pago.

Otra diferencia con el Bajo Impacto, es que en este caso la confección de un prospecto es obligatoria, aunque no será revisado por CNV y cuenta con un nivel de exigencia menor al del Régimen General. Dicho prospecto deberá confeccionarse de conformidad con los

modelos previstos en las Normas de la CNV para este régimen, y exige las mismas advertencias a los inversores sobre el alcance y los límites de la intervención de la CNV.

Vistos en conjunto, el Bajo Impacto y el Mediano Impacto cumplen una función que excede la de ofrecer rapidez y menor costo regulatorio. Funcionan, en la práctica, como la puerta de entrada al mercado de capitales para emisores que nunca antes hicieron oferta pública. Una empresa sin trayectoria como emisora, que quiere dar sus primeros pasos en el mercado, puede hacerlo bajo alguno de estos dos regímenes sin necesidad de asumir de entrada los costos y las cargas informativas propias del Régimen General o del Mediano Impacto Ampliado, y una vez consolidada esa trayectoria —y si así lo requiere el monto o el público al que quiere dirigirse— migrar hacia regímenes con mayores exigencias informativas. En ese sentido, el Bajo y el Mediano Impacto operan como un verdadero escalón inicial dentro de la escalera de regímenes automáticos, pensado para que el costo de la primera emisión no termine siendo, por sí solo, la barrera que le impida a una empresa acceder por primera vez al financiamiento en el mercado de capitales.

Mediano Impacto Ampliado

La reforma más reciente —la gran novedad del “Big Bang” del 2026— creó el Régimen de Oferta Pública con Autorización Automática por su Mediano Impacto Ampliado (Sección XVIII, replicado también para valores fiduciarios en el Capítulo IV del Título V de las Normas de la CNV). Este régimen permite dirigir la oferta tanto a Inversores Calificados como al público inversor en general, siempre que el monto emitido no supere UVA 100.000.000 (aprox. USD 136 millones); superado ese tope, la oferta primaria y negociación secundaria deben destinarse exclusivamente a Inversores Calificados, supuesto en el que deja de aplicarse el límite máximo de emisión. Tal como ocurre con el Mediano Impacto estándar, este régimen también exige confeccionar un prospecto, sin tampoco la revisión previa de la CNV.

En este caso, el beneficio es la autorización automática, pero el emisor queda sujeto al Régimen Informativo Pleno, con estados contables bajo NIIF —a presentar dentro de los 180 días corridos desde la colocación efectiva, si la emisora no los tuviera ya confeccionados—, régimen informativo periódico completo, sin atenuación de hechos relevantes, y con el mismo control societario exigible al Régimen General. No aplican, en este caso, ni el régimen informativo simplificado ni la atenuación de hechos relevantes previstos para Bajo y Mediano Impacto. Una particularidad relevante es que la limitación de acceso a estos regímenes automáticos que normalmente pesa sobre las entidades financieras —que en otros regímenes de autorización automática suelen quedar excluidas— no se aplica en el Mediano Impacto Ampliado, siempre que la totalidad de los valores se coloquen y negocien exclusivamente entre Inversores Calificados.

Este régimen muestra que el verdadero punto de equilibrio del nuevo esquema no consiste en que un monto más alto implique, necesariamente, una mayor carga administrativa, sino en que el nivel de régimen informativo exigido depende fundamentalmente de a quién se

le ofrece el instrumento, y no solo de cuánto se emite. Por ejemplo, una emisión de UVA 150.000.000 (aprox. USD 204 millones) dirigida exclusivamente a Inversores Calificados encuadra sin dificultad en el Mediano Impacto Ampliado, sin tope alguno, por el solo hecho de restringirse a Inversores Calificados. Si, en cambio, esa misma emisora quisiera colocar apenas UVA 25.000.000 (aprox. USD 34 millones) entre el público general, no podría usar el Bajo o el Mediano Impacto —reservados a Inversores Calificados— y debería recurrir igualmente al Mediano Impacto Ampliado, sujeta al mismo régimen informativo pleno que la emisión seis veces mayor. La variable que define la carga regulatoria, entonces, no es únicamente cuánto se emite, sino también a quién se le ofrece el instrumento.

Régimen General: sin cambios estructurales, pero ahora es el régimen residual

El Régimen General sigue existiendo, sin límite de monto, abierto a cualquier inversor, con autorización previa y régimen informativo pleno. Lo novedoso es que dejó de ser la puerta de entrada por defecto. Hoy es, en rigor, el régimen residual para quienes no encuadran —o no quieren encuadrar— en ninguno de los regímenes automáticos, o para emisoras de gran porte que buscan el mayor nivel de exposición y liquidez en el mercado, o que ya cuentan con una trayectoria consolidada de emisor y prefieren la previsibilidad de un régimen estable, sin las restricciones de monto propias de los regímenes automáticos.

Una de las simplificaciones más relevantes de las reformas recientes es que hoy también es posible difundir la oferta durante un solo día bajo el Régimen General, sin necesidad de dirigirse exclusivamente a Inversores Calificados. El plazo de difusión comienza a correr, como regla, el día hábil siguiente a la publicación del suplemento de prospecto y aviso de suscripción; salvo que esa publicación se efectúe antes de las 10:00 hs., en cuyo caso el mismo día de la publicación cuenta como día de difusión.

Emisores Frecuentes: una vía simplificada dentro del propio Régimen General

Conviene detenerse en el régimen de Emisores Frecuentes (“EF”), regulado en la Sección VI del Capítulo V, Título II, una figura que, sin ser parte de la escalera de impacto, también simplifica la vida de quienes emiten con cierta regularidad dentro del Régimen General. Para acceder a esta condición, la entidad debe haber colocado, en los 24 meses anteriores a la solicitud, al menos dos emisiones de ONs bajo el Régimen General, tener una antigüedad ininterrumpida no inferior a dos años en el Régimen General, estar al día con la información exigida en los Títulos IV y XII (Régimen Informativo Periódico y Transparencia en el Ámbito de la Oferta Pública, respectivamente) de las Normas de la CNV, y no encontrarse en concurso, quiebra o situaciones similares, no tener sentencia penal condenatoria firme, no estar en mora en el pago de capital, intereses o dividendos, y no adeudar tasas o aranceles a la CNV. Esta solicitud de registro como EF requiere, en sí misma, autorización de la CNV; lo que pasa a ser automático es lo que sucede después.

Antes de las reformas de 2026, el EF debía además ratificar periódicamente esa condición ante la CNV; el artículo 41 de la Sección VI, Capítulo V del Título II hoy vigente, eliminó expresamente esa carga. De este modo, el EF mantiene su condición mientras cumpla los requisitos de permanencia, sin necesidad de ratificación periódica, quedando la CNV facultada para requerir información adicional o dar de baja la condición ante un incumplimiento.

Una vez registrada como EF, la entidad obtiene una autorización de oferta pública por un monto máximo global, dentro del cual puede emitir o reemitir clases o series sin necesidad de una nueva autorización previa para cada una, publicando únicamente el aviso de suscripción y el suplemento de prospecto correspondiente.

Con la equiparación de los plazos de difusión a un día también para el Régimen General, la diferencia práctica entre emitir como EF o como emisor del Régimen General se redujo bastante. El margen que todavía distingue al EF es que puede publicar el suplemento de prospecto junto con el aviso de suscripción (antes de las 10:00 hs.) y licitar transcurridas las cinco horas de esa publicación, algo que no está permitido en el Régimen General fuera del esquema de EF. En la práctica, esto significa que un Emisor Frecuente puede publicar y licitar el mismo día, mientras que bajo el Régimen General estándar la licitación recién puede efectuarse al día hábil siguiente a la publicación.

PyME CNV y PyME CNV Garantizada: compatibilidad, no exclusión

Una de las claves prácticas que suele generar confusión es que el Régimen PyME CNV, y su variante Garantizada, no es excluyente de los regímenes de autorización automática por impacto. El artículo 96 de la Sección XI del Capítulo V del Título II de las Normas de la CNV habilita expresamente a una PyME CNV a retirarse del Régimen PyME CNV —siempre que no tenga valores negociables en circulación bajo ese régimen— y pasar a emitir bajo los Regímenes de Bajo y Mediano Impacto cumpliendo todos sus requisitos, o bien a permanecer en el Régimen PyME CNV y, además, emitir bajo los Regímenes de Bajo o Mediano Impacto, siendo ambos compatibles y no excluyentes entre sí. En cualquiera de los dos casos, las PyMEs quedan exceptuadas del pago del arancel propio de los Regímenes de Bajo y Mediano Impacto.

Esto es especialmente relevante a la hora de asesorar a una PyME, ya que muchas veces no se trata de elegir uno u otro régimen de manera definitiva, sino de combinar regímenes según el destino, el monto, garantía y el público de cada serie o clase concreta a emitir. Una misma empresa PyME podría, por ejemplo, tener un Programa Global bajo el Régimen PyME CNV para sus emisiones más institucionales —pensado para una relación más estable con un grupo de inversores que ya conoce a la compañía— y recurrir puntualmente al Bajo Impacto (o, si el monto lo exige, al Mediano Impacto) para una colocación rápida y acotada entre Inversores Calificados, cuando necesite capital de trabajo con urgencia y no quiera esperar a coordinar una nueva serie bajo el Programa Global PyME CNV. La razón práctica para combinar ambos regímenes, en lugar de

quedarse solo en uno, es que cada uno está pensado para una necesidad distinta: continuidad institucional en un caso, velocidad puntual en el otro.

Adicionalmente, las PyMEs que califiquen como PyME CNV Garantizada —es decir, que emitan ON con el aval de una Entidad de Garantía— pueden acceder al Régimen de Bajo Impacto⁴ con modificaciones específicas, entre ellas la posibilidad de que cualquier tipo de inversor, no solo Inversores Calificados, participe en la colocación primaria y en la negociación secundaria, en tanto la emisión esté totalmente garantizada. Esto no es algo que el Programa Global PyME CNV, por sí solo, le otorgue. El Régimen PyME CNV “puro” no abre el universo de Inversores No Calificados; es la combinación específica con el Bajo Impacto y la garantía total la que habilita esa apertura. Por eso puede convenirle a una PyME CNV Garantizada emitir puntualmente bajo Bajo Impacto en lugar de limitarse a su Programa Global PyME CNV⁵, ya que lo que persigue no es solo la simplificación de PyME CNV, sino además la posibilidad de captar Inversores No Calificados con la velocidad y el bajo costo regulatorio propios del Bajo Impacto, algo que la garantía total hace posible precisamente porque sustituye, en términos de confianza del mercado, a la información financiera detallada que de otro modo se exigiría.

Entidades de Garantía: el comodín que abre el universo de inversores

La figura de las Entidades de Garantía no está reservada a las PyMEs, sino que cualquier emisora, sea o no PyME, puede recurrir a una o más Entidades de Garantía para garantizar totalmente una emisión bajo Bajo o Mediano Impacto. Cuando eso ocurre, se habilita la participación de cualquier tipo de inversor, Calificado o no, sin las restricciones propias de esos regímenes, e incluso con exenciones en materia de comisión fiscalizadora y de confección de estados contables bajo NIIF, debiendo en ese caso confeccionarlos de conformidad con las normas contables profesionales generales. La garantía, en este esquema, funciona como un sustituto parcial de la información: el mercado confía en el garante —cuya solvencia y trayectoria sí están sujetas a control— más que en la información financiera detallada del emisor original.

Para una PyME Garantizada en particular, el incentivo de emitir bajo Bajo Impacto en lugar de quedarse únicamente en PyME CNV es concreto: gana acceso a inversores no calificados sin tener que adoptar NIIF ni sostener un régimen informativo periódico, porque la garantía total reemplaza, a ojos del mercado, la necesidad de esa información. Eso sí, cuando una emisión combina varios regímenes —por ejemplo, una PyME CNV Garantizada que además emite bajo Bajo Impacto—, se aplican las obligaciones

⁴ Téngase presente que, en caso de que la emisión esté garantizada, el monto máximo disponible bajo el Régimen de Autorización Automática por su Bajo Impacto es de UVA 20.000.000 (aprox. USD 27,2 millones), superior al monto disponible bajo el Régimen de Autorización Automática por su Mediano Impacto (UVA 15.000.000, aprox. USD 20,4 millones).

⁵ En términos de montos, también es conveniente para la PyME CNV Garantizada emitir bajo el Régimen de Bajo Impacto, en tanto —al estar garantizada— su monto máximo de emisión se eleva de UVA 19.000.000 (aprox. USD 25,8 millones) (Régimen PyME CNV) a UVA 20.000.000 (aprox. USD 27,2 millones) (Régimen Bajo Impacto garantizado).

correspondientes al régimen más exigente de todos aquellos bajo los cuales se haya emitido. No hay, en consecuencia, una posibilidad de elegir lo más conveniente de cada mundo sin asumir también las cargas del régimen más estricto que corresponda.

Otros vehículos: una mención necesaria (FF, FCI y acciones)

El mismo esquema de impacto se replicó, con sus propios montos y particularidades, para Fideicomisos Financieros (“**FF**”), que hoy cuentan con Bajo Impacto (UVA 1.000.000, aprox. USD 1,36 millones), Mediano Impacto (UVA 15.000.000, aprox. USD 20,4 millones) y Mediano Impacto Ampliado (UVA 100.000.000, aprox. USD 136 millones), y para el Régimen de Fideicomisos Financieros con Autorización Automática de Emisiones Frecuentes —una figura análoga a la de Emisor Frecuente, pero pensada para Fiduciarios que reiteran emisiones bajo un mismo Programa Global, con requisitos reducidos de siete emisiones totales y tres anuales a cinco emisiones totales y dos anuales, y con la posibilidad de eliminar instancias de autorización previa en prórrogas, modificaciones de términos y condiciones, y aumentos de monto.

También avanzó la simplificación de la autorización automática para Fondos Comunes de Inversión (“**FCI**”), tanto abiertos como cerrados, con resoluciones específicas —RG 1147 y 1148— que persiguen el mismo objetivo de fondo: profundizar el mercado de capitales, robustecer la demanda de valores negociables y aumentar la liquidez del sistema, reduciendo cargas administrativas que ya no se justifican en un esquema de supervisión *ex post*.

Por su parte, la oferta pública de acciones reproduce la misma lógica de Bajo Impacto, Mediano Impacto y Mediano Impacto Ampliado vista para ONs, con sus propios montos y secciones —XII, XIII y XVIII, Capítulo V del Título II—, aunque con una particularidad propia de la naturaleza societaria del instrumento: cuando una emisora migra desde el Régimen General hacia uno de estos regímenes automáticos por acciones, esa migración puede, según el caso, disparar la obligación de formular una Oferta Pública de Adquisición (“**OPA**”) a los accionistas existentes, en la medida en que la Sección XIV del Capítulo V (Cambio de Régimen) así lo exija.

Concretamente, la OPA se exige cuando el cambio de régimen implica salir del Régimen General hacia un esquema con menores exigencias informativas: debe dirigirse a los accionistas que votaron en contra del cambio, se abstuvieron o estuvieron ausentes en la asamblea que lo decidió, a un precio equitativo determinado conforme al artículo 88 de la Ley de Mercado de Capitales. En cambio, cuando el movimiento es inverso —de un régimen automático hacia el Régimen General o hacia el Régimen PyME CNV—, la normativa exige expresamente de esa obligación, ya que en ese caso la emisora asume mayores exigencias informativas, no menores. Las reformas de 2026 también incorporaron una precisión sobre el derecho de preferencia previsto en el artículo 194 de la Ley General de Sociedades para los aumentos de capital que se coloquen bajo estos regímenes automáticos. Es así que si la emisora todavía no está admitida al Régimen de

Oferta Pública de acciones, la totalidad de los accionistas debe renunciar expresamente a ese derecho de preferencia para poder ofrecer las nuevas acciones al público; en cambio, si ya está admitida, alcanza con que renuncien los accionistas que representen al menos el cincuenta y uno por ciento (51%) del capital social, incluyendo necesariamente a quienes ejerzan el control de la sociedad. Sin esa renuncia, las acciones deberían ofrecerse primero a los accionistas existentes, lo que resulta incompatible con una colocación dirigida al público inversor en general.

Es decir que, a diferencia de lo que ocurre con las ON, en acciones el cambio de régimen puede tener una consecuencia adicional hacia los accionistas minoritarios, y no solo hacia la propia emisora.

Ninguno de estos vehículos es el foco de este artículo, pero conviene tenerlos presentes porque, frente a una necesidad de financiamiento concreta, la ON bajo autorización automática no siempre es la única ni necesariamente la mejor herramienta disponible. En determinados perfiles de activos subyacentes, por ejemplo carteras de créditos, un FF puede resultar más eficiente, y para canalizar ahorro hacia un vehículo gestionado profesionalmente, un FCI cerrado puede ser preferible a una emisión de deuda directa.

III. ¿Qué régimen conviene elegir?

Como siempre, depende. Una PyME industrial con Certificado MiPyME vigente, que busca emitir el equivalente a USD 800.000 para financiar capital de trabajo, colocando entre un grupo acotado de inversores institucionales que ya conocen a la compañía, encuentra su solución más eficiente en el Régimen PyME CNV, eventualmente combinado con el Bajo Impacto para acelerar la colocación, sin necesidad de adoptar NIIF ni sostener un régimen informativo periódico pleno, y sin pagar arancel.

Una empresa mediana, no PyME, con necesidades de financiamiento recurrentes por montos de entre USD 5 y 10 millones anuales, dirigidas exclusivamente a fondos comunes de inversión y compañías de seguros, encuentra en el Mediano Impacto —con su tope de UVA 15.000.000 (aprox. USD 20,4 millones)— la vía para acceder a autorización automática, asumiendo un régimen informativo simplificado, sin necesidad de transitar la autorización previa del Régimen General en cada colocación.

Una empresa de mayor porte, con trayectoria como emisora, que para una emisión de hasta el equivalente a UVA 100.000.000 (aprox. USD 136 millones) quiere ofrecer sus ONs también a inversores no calificados —por ejemplo, a través de la banca privada minorista—, encuentra en el Mediano Impacto Ampliado la vía pensada específicamente para ese objetivo: autorización automática, pero con NIIF y régimen informativo pleno. Si, en cambio, prefiere mantenerse exclusivamente entre Inversores Calificados y superar ese monto, puede hacerlo sin límite, perdiendo el acceso al público general pero ganando en flexibilidad de monto.

A continuación, presento un cuadro que pretende ayudar al asesor legal o al gerente financiero a armar su árbol de decisión:

<i>Régimen</i>	<i>Monto máximo</i>	<i>Inversores admitidos</i>	<i>Autorización</i>	<i>Régimen informativo</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Arancel</i>
Bajo Impacto	UVA 1.000.000 / UVA 20.000.000 con garantía	Solo Inversores Calificados (salvo PyME Garantizada / garantía total / Régimen General)	Automática	Ninguno	No es obligatorio	Sí
Mediano Impacto	UVA 15.000.000	Solo Inversores Calificados (mismas excepciones)	Automática	Simplificado, con atenuación de hechos relevantes	Obligatorio, sin revisión de CNV	Sí
Mediano Impacto Ampliado	UVA 100.000.000 (sin tope si es solo para Calificados)	Público en general hasta el tope; solo Calificados por encima	Automática	Pleno (con un período de gracia de 180 días para EECC NIIF)	Obligatorio, sin revisión de CNV	Sí
PyME CNV	UVA 19.000.000	Inversores Calificados	Previa	Simplificado	Simplificado	No
Régimen General	Sin límite	Cualquier inversor	Previa	Pleno	Obligatorio, con revisión de CNV	Sí
Programa bajo el Régimen General	Límite fijado por el propio Programa autorizado	Cualquier inversor	Previa para constituir el Programa; automática para series, prórrogas, modificaciones y aumentos de monto posteriores	Pleno	Obligatorio, con revisión de CNV al constituir el Programa; adendas y actualizaciones posteriores sin revisión	Sí

(Montos en UVA, convertibles a pesos o moneda extranjera según el Tipo de Cambio de Referencia BCRA Com. "A" 3500, o el tipo vendedor divisa BNA para monedas distintas al dólar. La tabla resume el régimen "puro"; recordar que PyME CNV, PyME Garantizada y Entidades de Garantía pueden combinarse con Bajo o Mediano Impacto,

aplicándose en ese caso las obligaciones del régimen más exigente entre los combinados).

IV. Conclusión

El “Big Bang” transformó la pregunta que se le hace al asesor legal. Ya no es “¿podemos emitir ON?”, sino “¿cuál de estos caminos es el más eficiente para este cliente, este monto y este público objetivo, considerando además el costo de oportunidad de mantener —o no— un régimen informativo pleno hacia el futuro?”. Esa respuesta depende de combinar correctamente monto, inversor y nivel de información, no de memorizar un único *checklist* ni de asumir que el régimen elegido para la primera emisión deberá mantenerse para siempre, ya que la propia normativa habilita, expresamente, a migrar de régimen a medida que la empresa y sus necesidades de financiamiento evolucionan.

Pero esa misma flexibilidad tiene una contracara que no conviene perder de vista: a menor control previo de la CNV, mayor es el peso que recae sobre la diligencia efectivamente desplegada por el emisor y por quienes intervienen en la colocación. La autorización automática no es una eximente de responsabilidad; es, en todo caso, un traslado de esa responsabilidad hacia etapas posteriores —la elaboración del prospecto, la decisión de actualizarlo o no, la verificación de quién participa en la diligencia debida— en las que los artículos 119 y 120 de la Ley de Mercado de Capitales siguen plenamente vigentes. Para el asesor legal, esto significa que elegir el régimen correcto es solo la primera parte del trabajo; la segunda, no menos importante, es asegurarse de que la documentación de la oferta y la asignación de responsabilidades entre emisor, organizadores y colocadores reflejen, con la misma seriedad que exigía el viejo Régimen General, el hecho de que ya nadie —ni la propia CNV, en la etapa previa— va a revisarla antes de que llegue a los inversores.

Vale la pena, finalmente, situar esta reforma en un plano que excede la técnica regulatoria. Las ONs no son un instrumento marginal dentro del mercado de capitales argentino. Según los datos de la CNV en su Informe Anual de Financiamiento en el mercado de capitales del año 2025, el financiamiento canalizado a través del mercado de capitales representó el 4,86% del Producto Bruto Interno (“**PBI**”) —el nivel más alto desde 2018— y las ONs, por sí solas, explicaron algo más de la mitad de ese total. Un régimen que reduce los tiempos y los costos de acceso al financiamiento corporativo no es, entonces, una cuestión de interés exclusivo para emisores y sus asesores legales, sino una variable que incide sobre la economía real en su conjunto. Cuando una empresa logra financiarse de manera más ágil y a un costo menor, esos recursos suelen traducirse en más inversión productiva, en la posibilidad de sostener o ampliar la planta de empleados, y en un mayor margen para destinar fondos a innovación y a la modernización de procesos. A ello se le debe sumar el universo de PyMEs que, en cierta medida, el esquema anterior mantenía —en los hechos— al margen del mercado de capitales por el costo relativo de acceder a él. El “Big Bang” regulatorio de la CNV puede leerse también como una apuesta a que un mercado de capitales más profundo y más accesible termine derramándose, con el

tiempo, sobre el nivel de actividad, el empleo y la competitividad de la economía argentina en su conjunto.