

Buenos Aires, 6 de agosto de 2024

A la
COMISIÓN NACIONAL DE VALORES
Subgerencia de Emisiones de Renta Fija,
Gerencia de Emisoras, la Subgerencia de Normativa
y Gerencia de Asuntos Legales
S / D

At: María Laura Porto
Pablo Mercante

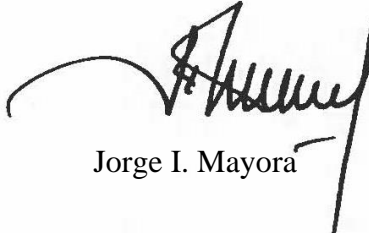
Re: Elaboración Proyecto de Resolución General
s/Reglamentación de Oferta Privada (Artículo 83 de
la Ley N° 26.831 y mod.)

De mi mayor consideración:

Por la presente acompaño como Anexo I, la carta con comentarios respecto del procedimiento de “Elaboración Participativa de Normas” para la expresión de la opinión y propuestas por parte de Securities Industry and Financial Markets Association, su Asset Management Group (AMG) (conjuntamente, SIFMA) y Managed Funds Association (MFA), para la adopción de una reglamentación sobre “Elaboración Proyecto de Resolución General s/Reglamentación de Oferta Privada (Artículo 82 de la Ley N° 26.831 y mod.)”.

Quedo a vuestra disposición para cualquier consulta y los saludo cordialmente,

ALLENDE & BREA



Jorge I. Mayora

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 6 de agosto de 2024

A la Comisión Nacional de Valores
Subgerencia de Emisiones de Renta Fija,
Gerencia de Emisoras, la Subgerencia de Normativa y
Gerencia de Asuntos Legales

S / D

Ref.: ELABORACIÓN PROYECTO DE
RESOLUCIÓN GENERAL S/
REGLAMENTACIÓN DE OFERTA
PRIVADA (ARTÍCULO 82 DE LA LEY
Nº 26.831 Y MOD.)

Att.: Ms. Maria Laura Porto
Mr. Pablo Mercante

The Securities Industry and Financial Markets Association and its Asset Management Group (“AMG”) (together, “SIFMA”)^{1 2} and the Managed Funds Association (MFA, and, with SIFMA, “we”)³ appreciate the opportunity to express our opinions on General Resolution No. 1009/2024 regarding the adoption of a regulation on the private offering of marketable securities.

General Resolution 1009 - CNV

We support the goals of the recent resolution issued by the CNV. This initiative has the potential to mark a pivotal moment in the evolution of Argentina's capital market, ushering in a new era of transparency, efficiency, and investor protection. We believe this resolution has the potential to enhance market integrity and reduces information asymmetries, empowering investors to make more informed decisions, thereby stimulating capital flows and driving economic growth. Creating safe harbors for

La Asociación de la Industria de Valores y Mercados Financieros y su Grupo de Gestión de Activos (“AMG”) (conjuntamente, “SIFMA”)^{1 2} y la Asociación de Fondos Administrados (MFA, y, junto con SIFMA, “nosotros”)³, agradecemos la oportunidad de expresar nuestras opiniones sobre la Resolución General Nº 1009/2024 en relación con la adopción de una regulación sobre la oferta privada de valores negociables.

Resolución General 1009 - CNV

Apoyamos los objetivos de la reciente resolución emitida por la CNV. Esta iniciativa tiene el potencial de marcar un momento crucial en la evolución del mercado de capitales de Argentina, inaugurando una nueva era de transparencia, eficiencia y protección al inversor. Consideramos que esta resolución tiene el potencial de mejorar la integridad del mercado y reducir las asimetrías de información, empoderando a los inversores para tomar decisiones con mayor información, que a su vez estimularía los flujos de capital y

private placements, such as those directed at qualified institutional buyers or accredited investors, is particularly commendable as it would increase certainty among issuers and market participants of important regulatory boundaries. These safe harbors provide issuers with a flexible and efficient framework while ensuring that investors are adequately protected.

We strongly believe that the CNV's resolution on private placements represents a significant opportunity for the development of Argentina's capital markets and a significant step forward in the modernization of Argentina's financial system. Creating a more level playing field for all market participants will foster greater competition, innovation, and long-term economic prosperity. We commend the Commission for its foresight and leadership in undertaking this important initiative.

Private offerings in the U.S. capital markets

Argentina is an important market. U.S. investors hold substantial investments in Argentina including corporate equities. Argentina also is an important sector in global and emerging markets strategies offered by U.S. managers in private funds, registered funds (i.e., mutual funds), and separate accounts.

SIFMA and MFA recognize that having sound parameters underpinning private offerings can be beneficial and the U.S. market reflects that principle. Private placement offerings in the United States are regulated by Regulation D, which includes several rules designed to facilitate non-public offerings of securities to certain sophisticated investors. An issuer relying on Rule 506(b) (17 CFR 230.506(b)) may sell to an unlimited number of accredited investors, but to no more than 35 non-accredited investors. Accredited investors who are natural persons are

fomentaría el crecimiento económico. La creación de puertos seguros para las colocaciones privadas, como también aquellas dirigidas a compradores institucionales calificados o inversores calificados, es particularmente loable, ya que aumentaría la certeza entre los emisores y participantes del mercado respecto de importantes límites regulatorios. Estos puertos seguros brindan un marco flexible y eficiente para los emisores, y al mismo tiempo aseguran protección a favor de los inversores.

Creemos firmemente que la resolución de la CNV sobre oferta privadas representa una oportunidad para el desarrollo de los mercados de capitales de Argentina y un paso adelante en la modernización del sistema financiero argentino. Tal es así que consideramos que la creación de un campo de juego más equitativo para todos los participantes del mercado fomentará mayor competencia, innovación y prosperidad económica a largo plazo. Elogiamos a la Comisión por su previsión y liderazgo al emprender esta importante iniciativa.

Ofertas privadas en los mercados de capitales de EE. UU.

Argentina es un mercado importante. Los inversores estadounidenses poseen una inversión sustancial en Argentina, incluyendo entre ellas acciones corporativas. Argentina también es un sector importante en las estrategias de mercados globales y emergentes ofrecidas por gestores estadounidenses en fondos privados, fondos registrados (es decir, fondos mutuos) y cuentas separadas.

SIFMA y MFA reconocen que contar con parámetros sólidos que sustenten las ofertas privadas puede ser beneficioso, y el mercado estadounidense refleja ese principio. Las ofertas de colocaciones privadas en Estados Unidos están reguladas por la Regulación D, que incluye diversas normas destinadas a facilitar las ofertas privadas de valores a determinados inversores expertos. Un emisor que se acoge a la Regla 506(b) (17 CFR 230.506(b)) puede vender a un número ilimitado de inversores calificados, pero a no más de 35 inversores no calificados. Los

generally investors with a net worth of \$1 million or income of \$200,000 (individually) or \$300,000 (with spouse or partner) (*see* 17 CFR 230.501)⁴. The accredited investor standard can be readily analogized to the qualified investor standard in Argentina. These well-established parameters around private offerings allow significant flexibility for both emerging companies seeking capital and private investors, which are substantial factors contributing to the U.S.'s status as the world's largest private placement market.

Opinion and proposal

SIFMA and MFA welcomes Argentina's intentions to promote its capital markets and their contribution to economic growth. However, we also believe that the proposed limit of 35 investors established for invitations to engage in transactions with securities (and no more than 20 who can invest) will run counter to the authorities' growth aspirations by hindering the ability to foster broader participation and liquidity in the market. The proposed 35-investor limit is simply too low to justify issuers' entry into a market as broad and diverse as Argentina; sponsors of private funds seeking to enter the Argentinian market will need to invest in compliance and risk management infrastructure, likely engage local personnel to facilitate marketing activities, and develop country-specific marketing materials and disclosures. Many funds also will determine it necessary to create a separate "sleeve" for offering fund interests to Argentinian investors, whether for tax or other purposes, which further adds to the costs of entering the Argentinian marketplace.

The considerable costs of engaging with Argentinian investors cannot be supported from a cost-benefit analysis if, as proposed, the maximum number of investors the fund could hope to attract is capped at 35. By artificially limiting the total number of investors, the CNV

inversores calificados que son personas físicas generalmente son aquellos con un patrimonio neto de \$1 millón o ingresos de \$200.000 (individualmente) o \$300.000 (con cónyuge o pareja) (ver 17 CFR 230.501)⁴. El estándar de inversor calificados puede ser fácilmente equiparado al estándar de inversor calificado en Argentina. Estos parámetros bien establecidos para las ofertas privadas permiten una flexibilidad significativa tanto para las empresas emergentes que buscan capital como para los inversores privados, lo que son factores que contribuyen al estatus de EE. UU. como el mercado de colocación privada más grande del mundo.

Opinión y propuesta

SIFMA y MFA acogen con agrado las intenciones de Argentina de promover sus mercados de capitales y su contribución al crecimiento económico. Sin embargo, también creemos que el límite propuesto de 35 inversores establecido para las invitaciones a participar en transacciones con valores (de los que finalmente solo podrán invertir 20) iría en contra de las aspiraciones de crecimiento de las autoridades, al dificultar la capacidad de fomentar una participación y liquidez más amplia en el mercado. El límite propuesto de 35 inversores es demasiado bajo para justificar la entrada de emisores en un mercado tan amplio y diverso como el de Argentina: los fondos privados que busquen ingresar al mercado argentino necesitarán invertir en infraestructura de cumplimiento y gestión de riesgos, probablemente contratar personal local para facilitar las actividades de marketing, desarrollando materiales y divulgaciones específicas para el país. Muchos fondos también determinarán que es necesario crear un "compartimento" separado para ofrecer intereses de fondos a inversores argentinos, ya sea por razones fiscales u otras, lo que sumaría mayores costos de ingreso al mercado argentino.

Los considerables costos de relacionarse con inversores argentinos no pueden ser sostenidos desde un análisis de costo-beneficio si, como se propone, el número máximo de inversores que el fondo podría aspirar a atraer está limitado a 35. Al limitar artificialmente el número total de

resolution cap would restrict access to investment opportunities and likely stifle market growth and diversity, which is the exact opposite of what we understand to be the goals of the CNV resolution.

As we have seen in the US, a model allowing a larger number of investors has proven resilient and successful in a variety of market cycles. These dynamic markets also have led to the development of new private fund issuers, strategies, and offerings structures that can suit the needs of a wide variety of institutions and sophisticated, high net worth individuals. The diversification of strategies in the US also in many respects are uncorrelated, which mitigates the likelihood that stress in one sector would spill over into the broader economy.

The proliferation of private fund offerings has bolstered the institutional investor segment by facilitating investment by foundations, endowments, and pension funds. Private funds have helped shore-up under-funded pensions, provided for multigenerational growth to provide for the beneficiaries of pensions and endowments, and furthered the important charitable goals of foundations.

Rule 506 has proven tremendously successful in raising investor capital that is used to provide important financing to US businesses that help to contribute to the overall growth of the US economy. We believe this approach has had similar success in neighboring Latin American countries (e.g. Chile, Peru, Mexico, Panama, Uruguay). None of this, we suggest, would have been possible with a hard cap of 35 offerees (or fewer investors) total.

Instead, we would propose that the parameters not include any cap on invitations to or the investment by qualified investors who already must meet strict criteria established by regulators and

inversores, el límite de la resolución de la CNV restringiría el acceso a oportunidades de inversión y probablemente sofocaría el crecimiento y la diversidad del mercado, que es exactamente lo opuesto a lo que entendemos, son los objetivos de la resolución de la CNV.

Como hemos visto en EE. UU., un modelo que permita un mayor número de inversores ha demostrado su resistencia y éxito en diversos ciclos de mercado. Estos mercados dinámicos también han propiciado el desarrollo de nuevos emisores de fondos privados, estrategias y estructuras de oferta que pueden satisfacer las necesidades de una amplia variedad de instituciones y particulares sofisticados con grandes patrimonios. La diversificación de estrategias en EE. UU. también en muchos aspectos no está correlacionada, lo que mitiga la probabilidad de que el estrés en un sector se propague a la economía en general.

La proliferación de ofertas de fondos privados ha fortalecido el segmento de inversores institucionales al facilitar la inversión por parte de fundaciones, donaciones y fondos de pensiones. Los fondos privados han ayudado a apuntalar pensiones con fondos insuficientes, han proporcionado crecimiento multigeneracional para favorecer a los beneficiarios de aquellas pensiones y donaciones, y han promovido los importantes objetivos caritativos de las fundaciones.

La Regla 506 ha demostrado ser tremendamente exitosa en la recaudación de capital de inversores que se utiliza para proporcionar financiamiento importante a empresas estadounidenses que ayudan a contribuir al crecimiento general de la economía de EE. UU. Consideramos que esta perspectiva tuvo éxito en países latinoamericanos vecinos (i.e. Chile, Perú, México, Panamá, Uruguay). Consideramos que, nada de esto hubiera sido posible con un límite estricto de 35 oferentes (o menos inversores) en total.

En cambio, proponemos que los parámetros no incluyan ningún límite en las invitaciones o en la participación de inversores calificados que ya deben cumplir con estrictos criterios establecidos

possess the sophistication necessary (and may receive the advice of financial intermediaries) to responsibly participate in the market for private offerings. This approach would provide clarity to the investment community, in the spirit of harnessing capital formation, whilst also recognizing the importance of protecting the general public. This approach also would reduce compliance costs associated with the initiative -- costs that otherwise would ultimately be borne by investors.

While we strongly believe a limit such as that discussed above would be impractical, if the CNV feels it must retain one in some form then we recommend that the number of maximum investors available should be renewed from time to time. For instance, by clarifying that the maximum number of offerees are counted each calendar year, or 12 months as of the first offer, and such maximum number is renewed each year. This would be consistent with other regulations in the region, such as Chile and Panama.

Again, thank you for the opportunity to comment on these important proposals. We would welcome the opportunity to discuss further perhaps via a video conference with SIFMA and MFA's most active members in the Argentinian market.

Sincerely yours.



Kenneth E. Bentsen, Jr.
President & Chief Executive Officer
Securities Industry & Financial Markets
Association

por los reguladores y poseer la sofisticación necesaria (y pueden recibir el asesoramiento de intermediarios financieros) para participar de manera segura en el mercado de ofertas privadas. Este enfoque proporcionaría claridad a la comunidad inversora, con el espíritu de aprovechar la formación de capital, reconociendo al mismo tiempo la importancia de proteger al público en general. Este enfoque también reduciría los costos de cumplimiento asociados con la iniciativa, costos que de otro modo recaerían en última instancia en los inversores.

Si bien creemos firmemente que un límite como el discutido anteriormente sería impracticable, si la CNV considera que debe mantener uno de alguna forma, entonces recomendamos que el número de inversores máximos disponibles se renueve cada cierto tiempo. Por ejemplo, aclarando que el número máximo de oferentes se cuenta cada año calendario, o 12 meses a partir de la primera oferta, y dicho número máximo se renueva cada año. Esto sería coherente con otras normativas de la región, como las de Chile y Panamá.

Nuevamente, aprovechamos para reconocer a esta Comisión por la oportunidad de brindarles nuestra postura respecto a estas importantes propuestas. Agradeceríamos vuestra conformidad para debatir sobre esta cuestión tal vez mediante una videoconferencia con los miembros más activos de SIFMA y MFA en el mercado argentino.

Atentamente,



Kenneth E. Bentsen, Jr.
President & Chief Executive Officer
Securities Industry & Financial Markets
Association



Lindsey W. Keljo
Head – Asset Management Group
Securities Industry and Financial Markets
Association



Lindsey W. Keljo
Head – Asset Management Group
Securities Industry and Financial Markets
Association



Bryan Corbett
President & Chief Executive Officer
MFA



Bryan Corbett
President & Chief Executive Officer
MFA

¹ SIFMA is the leading trade association for broker-dealers, investment banks and asset managers operating in the U.S. and global capital markets. SIFMA's broker-dealer members comprise 80% of U.S. market share by revenues and 70% of financial advisors managing \$18 trillion of client assets. On behalf of our industry's nearly one million employees, we advocate on legislation, regulation, and business policy affecting retail and institutional investors, equity and fixed income markets, and related products and services. We serve as an industry coordinating body to promote fair and orderly markets, informed regulatory compliance, and efficient market operations and resiliency. We also provide a forum for industry policy and professional development. SIFMA AMG, with offices in New York and Washington, D.C., is the U.S. regional member of the Global Financial Markets Association.

² SIFMA AMG brings the asset management community together to provide views on U.S. and global policy and to create industry best practices. SIFMA AMG's members represent U.S. and global asset management firms whose combined assets under management exceed \$45 trillion. The clients of SIFMA AMG member firms include, among others, tens of millions of individual investors, registered investment companies, endowments, public and private pension funds, UCITS, and private funds such as hedge funds and private equity funds. For more information, visit <http://www.sifma.org/amg>.

¹ SIFMA es la principal asociación comercial para corredores de bolsa, bancos de inversión y gestores de activos que operan en los mercados de capitales de EE. UU. y globales. Los miembros corredores de bolsa de SIFMA comprenden el 80% de la cuota de mercado de EE. UU. por ingresos y el 70% de los asesores financieros que gestionan \$18 billones en activos de clientes. En nombre de casi un millón de empleados de nuestra industria, abogamos por la legislación, la regulación y la política empresarial que afectan a los inversores minoristas e institucionales, los mercados de renta variable y renta fija, y los productos y servicios relacionados. Servimos como un organismo coordinador de la industria para promover mercados justos y ordenados, el cumplimiento regulatorio informado, y operaciones de mercado eficientes y resilientes.

² También ofrecemos un foro para el desarrollo de políticas de la industria y el desarrollo profesional. SIFMA AMG, con oficinas en Nueva York y Washington, D.C., es el miembro regional de EE. UU. de la Asociación Global de Mercados Financieros (Global Financial Markets Association). SIFMA AMG reúne a la comunidad de gestión de activos para proporcionar opiniones sobre políticas en EE. UU. y a nivel global, y para crear mejores prácticas en la industria. Los miembros de SIFMA AMG representan firmas de gestión de activos de EE. UU. y globales cuyos activos bajo gestión superan los \$45 billones. Los clientes de las firmas miembros de SIFMA AMG incluyen, entre otros, a decenas de millones de inversores individuales, compañías de inversión registradas, dotaciones, fondos de pensiones públicos y privados, UCITS, y fondos privados como fondos de

³ Managed Funds Association (MFA), based in Washington, DC, New York, Brussels, and London, represents the global alternative asset management industry. MFA's mission is to advance the ability of alternative asset managers to raise capital, invest, and generate returns for their beneficiaries. MFA advocates on behalf of its membership and convenes stakeholders to address global regulatory, operational, and business issues. MFA has more than 180 member fund managers, including traditional hedge funds, credit funds, and crossover funds, that collectively manage over \$3.2 trillion across a diverse group of investment strategies. Member firms help pension plans, university endowments, charitable foundations, and other institutional investors to diversify their investments, manage risk, and generate attractive returns over time.

⁴ Additional criteria exist for businesses and registered securities firms to determine whether they are accredited investors. Rule 504 permits certain issuers to offer and sell up to \$10 million of securities in any 12-month period to any number and type of investor without being required to fulfill specific disclosure requirements. *See* 17 CFR 230.504.

cobertura y fondos de capital privado. Para más información, visitar <http://www.sifma.org/amg>

³ La Managed Funds Association (MFA), con sede en Washington, DC, Nueva York, Bruselas y Londres, representa a la industria global de gestión de activos alternativos. La misión de MFA es avanzar en la capacidad de los gestores de activos alternativos para recaudar capital, invertir y generar rendimientos para sus beneficiarios. MFA aboga en nombre de sus miembros y reúne a las partes interesadas para abordar cuestiones regulatorias, operativas y empresariales a nivel global. MFA cuenta con más de 180 gestores de fondos miembros, incluidos fondos de cobertura tradicionales, fondos de crédito y fondos mixtos, que en conjunto gestionan más de \$3.2 billones en una diversa gama de estrategias de inversión. Las firmas miembros ayudan a los planes de pensiones, dotaciones universitarias, fundaciones benéficas y otros inversores institucionales a diversificar sus inversiones, gestionar el riesgo y generar rendimientos atractivos a lo largo del tiempo.

⁴ Existen criterios adicionales para que las empresas y firmas de valores registradas determinen si son inversores acreditados. La Regla 504 permite a ciertos emisores ofrecer y vender hasta \$10 millones en valores en cualquier período de 12 meses a cualquier número y tipo de inversor sin estar obligados a cumplir con requisitos específicos de divulgación. Véase 17 CFR 230.504.