



Facultad de Ciencias Económicas

Sede Centro - Campus 091

Carrera: Contador Público

Título

Alternativas de inversión en el contexto económico inflacionario del periodo junio 2021 a diciembre 2023 y su viabilidad como método de cobertura o autofinanciación para PyMes Argentinas.

Alumno: Breton Fabián Andrés

Tutor de Contenidos: Cdo. Enríquez, Marcelo

Tutora Metodológica: Dra. Rolla, Maria Laura

2023

Índice

Justificación.....	3
Antecedentes de investigacion	5
Planteo de Problema bajo estudio.....	8
Objetivos y alcances	11
Alcance del caso	12
Marco Teórico	13
<i>Capítulo I – Encuadre de Pequeñas y Medianas Empresas</i>	<i>13</i>
<i>Capítulo II - Introducción del mercado de capitales, funcionamiento y limitaciones ...</i>	<i>16</i>
<i>Capítulo III - Teoría general de instrumentos del mercado de capital</i>	<i>25</i>
<i>Capítulo IV - Teoría sobre los instrumentos de inversión del estudio de caso</i>	<i>27</i>
Abordaje Metodológico Estudio de caso	34
Análisis e interpretación del material relevado	35
<i>Capítulo I - Contexto político y macroeconómico e impacto en las Pymes.....</i>	<i>35</i>
<i>Capítulo II - Situación del sistema financiero argentino.....</i>	<i>36</i>
<i>Capítulo III – Posición Poder Ejecutivo, BCRA, CNV Y BCBA</i>	<i>40</i>
<i>Capítulo IV – Acciones, CEDEARS, y Titulas Públicos</i>	<i>43</i>
Condiciones	45
Supuesto	45
Análisis de instrumentos seleccionados	46
Limitaciones	46
Consideraciones.....	46
Efecto impositivo sobre instrumentos financieros del estudio de caso.....	49
Análisis de rendimiento de los instrumentos.....	53
Evidencias	54
Conclusiones.....	55
Bibliografía.....	56
Anexos	62

Justificación

Las PyMes, incluyendo las microempresas dentro de la expresión, enfrentan múltiples dificultades para acceder al crédito. Durante periodo analizado, junio 2021 a diciembre 2023, existió un elevado costo derivado del escenario de altas tasas de interés y los altos costos relacionados a las operaciones de financiación del sistema bancario tradicional.

Los plazos de repago de las herramientas de financiación clásicas ofrecidas por entidades bancarias, en muchos casos, no se ajustan a los tiempos de maduración necesaria de la inversión.

Existe un desconocimiento general de medios alternativos para acceder a líneas de créditos y los procedimientos necesarios para obtenerlos, resultan ser factores expulsivos para las PyMes Argentinas. (Ministerio de Hacienda, 2023)

Investigar sobre la existencia de una alternativa de inversión permitirá identificar, si estas pueden funcionar como un método no convencional de autofinanciamiento o un método de cobertura para las PyMes.

El mercado de capitales ofrece múltiples instrumentos de financiación que las empresas pueden utilizar en función de sus diversas necesidades, ya sea la financiación de capital de trabajo, de bienes de capital o proyectos de inversión. (Comision Nacional de Valores, 2022)

Sin embargo, estos instrumentos son métodos de financiación clásicos, mientras que lo que analizaremos en este documento, es la viabilidad de la autofinanciación a través de la conservación del valor del capital y la obtención de una rentabilidad a través de inversiones.

Las acciones, CEDEARS y títulos públicos son instrumentos de inversión que ofrecen un rendimiento sobre el capital invertido. Se debe considerar el volumen operado, por el ente del estudio de caso, para obtener un modelo de control que permita visualizar los rendimientos obtenidos.

Los instrumentos seleccionados se encuentran ligados a la existencia de una oportunidad debido a la elevada subvaluación del mercado y activos del mercado de capitales argentino durante el periodo analizado, que se comprende entre junio de 2021 a octubre 2023.

El presente estudio de caso considera analizar esta último como un método alternativo de capitalización de fondos fuera de los comunes y propone fungir esto, como una herramienta para que las PyMes, a mediano o largo plazo, puedan autofinanciarse fuera del canon clásico de financiamiento, o aplicar los rendimientos al flujo de caja en lapsos donde su actividad económica pueda verse comprometida.

Explorar cuál es el funcionamiento de los Certificados de depósito Argentinos (CEDEARS), acciones y/o títulos públicos de la Nación Argentina (Bonos soberanos) que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, permitirá identificar si estos, son efectivamente útiles como herramientas de inversión. Es decir en otras palabras, un método de capitalización de resultados para una Pyme.

Para conocer la disponibilidad de capital neta final de este tipo de inversiones y analizar si la inversión fue redituable por sobre el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se considerará el valor invertido al momento de la compra (Capital de origen) de los instrumentos y los rendimientos obtenidos, tanto por la distribución de dividendos y la enajenación (venta), restando el costo de las comisiones por operar en dichos mercados.

El objetivo es comparar los rendimientos obtenidos contra la inflación del periodo analizado y ver si estos logran superar la misma. Lo mencionado en el párrafo anterior puede quedar expresado bajo la siguiente fórmula y condición necesaria para vender el activo en cartera y obtener un rendimiento positivo;

“Ventas + Dividendos > Capital de Origen (compra) x Índice de Inflación acumulado + Costos de comisiones”

El análisis de este fenómeno se realizará considerando las inversiones realizadas por una empresa Pyme de la rama de comercialización minorista y mayorista ubicada en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires comprendiendo el periodo que abarca desde junio de 2021 a diciembre 2023.

Antecedentes

El presente estudio encuentra antecedentes de investigación sobre el rol que posee el mercado de capital como herramienta de financiación para las empresas, donde el autor de uno de estos estudios sostiene que;

“Si la liquidez en el mercado de acciones en Argentina fuese equiparable a la media de un conjunto de países latinoamericanos, la tasa de crecimiento del Producto Bruto podría incrementarse entre un punto y un punto y medio por año, con el consiguiente efecto en la creación de empleo, en el aumento de la recaudación impositiva y en el bienestar de la población.” (Dapena, 2009)

Este efecto económico positivo posibilitaría el acceso a empresas como las PyMes Argentinas a obtener financiación a través del mercado de capitales que sustenten su crecimiento, pero que actualmente, resulta aún ser un problema.

Se busca caracterizar este problema asociado al funcionamiento de las PyMes en argentina. A la vez que se desea identificar y sugerir una opción no convencional para obtener financiación y superar dicha barrera de acceso al mercado de capitales.

Si bien se han encontrado antecedentes relevantes de financiación de Pymes argentinas, tales como *“Fuentes de financiamiento para Pymes: Posibilidad de apertura al mercado de capitales”* (Barreda, 2010) *“Acceso al financiamiento de las PYMES en Argentina: estado de situación y propuestas de política”* (Bebczuk, 2010) *“Evolución de la financiación de las pymes. Análisis en tiempos de crisis económica”* (Ortega, 2020). Ninguno de estos plantea el uso de la herramienta propuesta como método de financiación tradicional, lo que es en términos teóricos es correcto.

En base a ello, es que se plantea que el uso de esta herramienta es no convencional y se encuentra fuera del canon clásico de estudio de herramientas de financiación.

Desde la perspectiva de antecedentes relacionados a la herramienta propuesta, encontramos material teórico mayormente relacionado al concepto de inversión en el mercado de capitales.

El libro “alternativas de inversión: cómo ganar en la bolsa y mercado de valores argentino” (Parra, 2019), es la principal elemento teórico de referencia. Gracias a este es posible entender el funcionamiento del mercado bursátil argentino y sus instrumentos desde el aspecto teórico.

En el citado libro se analizan entre otros, los instrumentos seleccionados en el presente estudio de caso. El autor explica las consideraciones necesarias para operar dichos instrumentos en el mercado de capitales argentino.

Se hace hincapié en el reconocimiento de los conocimientos necesarios para realizar un análisis de los aspectos conocidos como “fundamentales” como también de los aspectos “técnicos” de los activos bursátiles analizados.

Si bien el libro permite tener un marco teórico explicativo de los instrumentos bajo estudio, es vital comprender que los mismos se encuentran operando y regulados por diversos entes tales como la CNV, BCRA y ALyCs.

Por ende, al momento de operar estos instrumentos encontramos que además del aspecto teórico, es necesario comprender los aspectos prácticos de la operación de estos.

Es necesario considerar que como instrumentos de inversión potencialmente rentables, tendrán un efecto impositivo, que en el caso argentino, es un aspecto a considerar y especialmente en el periodo bajo estudio. Principalmente debido a que la regulación impositiva y legal respecto a estos instrumentos se modificó en consideradas ocasiones.

Es por esto que indicamos que si bien la teoría es vital para comprender los instrumentos del estudio de caso, la realidad práctica requerirá complementar esto con el conocimiento de la normativa impositiva legal y la técnica contable financiera para dimensionar el efecto real y el resultado real de la inversión.

Planteo de Problema de investigación

En la República Argentina, según los datos informados por la Secretaría de Transformación Productiva, hay más de 856.300 empresa, las PyMes (Pequeñas y Medianas Empresas) representan el 99,8% de ellas, siendo 83% microempresas y el 16,8% restante PyMes, esto deja sólo un 0,2% de las empresas consideradas como grandes compañías. (Banco Comafí, 2022)

El estudio de caso presenta una empresa que está encuadrada dentro de la categoría PyMe ya que la misma, posee un certificado MiPyme activo para el periodo de estudio y se mantuvo como tal dentro de la normativa reguladora. El Certificado MiPyMe acredita la condición de micro, pequeña o mediana empresa ante diferentes organismos e instituciones públicas y privadas. (Administracion Federal de Ingresos Publicos, 2024)

El sistema financiero argentino tiene un muy bajo nivel de profundidad. Los ratios de depósitos y créditos sobre PIB son de los menores de la región. Esto representa un desafío importante para la inclusión financiera, porque indica que hay muchas actividades en las cuales los bancos pueden continuar desarrollando su negocio tradicional antes de interesarse por segmentos de menores ingresos. (Ministerio de Hacienda, 2023).

La empresa analizada se ve principalmente afectada por la faceta crediticia indicada anteriormente, ya que la tasa de financiación que ofrecen las entidades bancarias resulta totalmente expulsiva.

La tasa ofrecida se encuentra condicionada principalmente porque las Letras de liquidez (LELIQ) que emite el BCRA, que aseguran una tasa nominal anual de retorno ubicada en el 118% mensual y una Tasa Efectiva Anual de 209%, siendo esto una base de interés para solicitar crédito como privado.

Las LELIQ son títulos públicos de corto plazo emitidos por el BCRA que solo pueden ser adquiridos por Entidades Financieras. Se crearon en 2018, cuando Federico Sturzenegger era presidente del BCRA, para reemplazar a las LEBAC. (Balanx, 2024)

La Tasa Nominal Anual (TNA) es una tasa que no incluye la capitalización de los intereses. Sirve para tener como referencia y si se la divide por 12, se puede obtener la tasa mensual, pero no sirve para calcular ingresos o deudas. (Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, 2023)

En cambio, la tasa efectiva anual (TEA) es la tasa efectivamente pagada o cobrada en una inversión, préstamo u otro producto financiero. Esta tasa permite comparar los diferentes productos, ya que indica el costo real en intereses de una operación e incluye la capitalización de esos intereses. (Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, 2023)

Las elecciones primarias de agosto de 2019, que dejaron al partido político peronista como potencial ganador de las próximas elecciones tuvo un efecto negativo sobre peso argentino, el cual llegó a caer más de un 30% y un dólar se vendió a 60 pesos cuando dos días atrás se había comercializado en 45 pesos. (El País, 2019)

El Banco Central argentino no intervino durante las primeras horas de la rueda, pero necesariamente debió actuar y subir los tipos de interés del 53,5% al 74% – la mayor del mundo– para frenar la devaluación de su divisa. La bolsa de Buenos Aires cayó un 37%, los bonos argentinos elevaron su rentabilidad al 12,4% y el peso se deprecia hasta un 32% frente al dólar. (El País, 2019)

La empresa MSCI (Morgan Stanley Capital International), es una de las principales empresa de referencia a nivel mundial que realizan índices que miden el desempeño de los mercados de capitales internacionales.

Esta empresa en 2019 decidió quitar al mercado argentino de su índice de “Emerging”. Sin siquiera pasar por la categoría de “Frontier”, sino que lo apartó directamente en una categoría exclusiva conocida como “standalone”.

Los “Stand alone” son los mercados que poseen elevadas normativas regulatorias y aspectos políticos que resultan ser los menos atractivos para el inversor de capital internacional a criterio de MSCI. Al no estar más en MSCI y en ningún otro índice importante, los inversores internacionales salen de los papeles argentinos. (Wende, 2020)

Esto condujo a una severa contracción del mercado bursátil argentino durante el periodo comprendido entre 2019 a 2020, principalmente debido a la elevada salida de inversores extranjeros del mercado local por su condición de “stand alone” y el elevado riesgo político percibido por el mercado bursátil argentino.

Gracias a ello, es posible identificar que dentro del periodo bajo de estudio existe una oportunidad de ingreso al mercado bursátil y este tipo de condiciones bursátiles suelen ser elegidas por inversores de perfil agresivo, que poseen un sólido conocimiento sobre en análisis fundamental de las empresas del panel líder y general del Merval.

En la Bolsa hay dos paneles: el líder o Merval y el panel general. En el líder, como su nombre lo indica, cotizan las empresas más importantes de acuerdo con el volumen negociado en el último semestre. Los papeles líderes y su ponderación se modifican trimestralmente. (Tavares, 2008)

La organización del estudio de caso posee los perfiles técnicos necesarios para realizar las inversiones con el entendimiento de la situación indicada precedentemente.

El motivo principal de la elección del tema es identificar si invertir capital de las ganancias del giro del negocio de la PyMe en CEDEARS, acciones y títulos públicos funciona como una herramienta para autofinanciar proyectos o necesidades futuras de la empresa fuera del canon clásico de financiación.

Las acciones, CEDEARS y títulos públicos son instrumentos de que pueden definirse como las distintas modalidades en las que se puede poner a trabajar el capital o dinero. Para ser más claros, pueden ser entendidas como herramientas bursátiles que funcionan como vehículos para generar rendimientos. (Bolsa de comercio de Buenos Aires, 2024)

La empresa del estudio de caso considera revertir el rendimiento, tanto de la venta como del pago de dividendos, en el crecimiento de su negocio, sea aperturando un centro de distribución o impulsando el canal de venta de e-commerce minorista. Los objetivos pueden diferir de los propuestos en el presente estudio de caso, siendo estos válidos mientras la fórmula propuesta se cumpla.

Objetivos y alcances

En base a lo mencionado anteriormente el estudio de caso posee un objetivo general claro, obtener un rendimiento real positivo que permita a la PyMe reinvertir el mismo en su negocio.

Esto conlleva necesariamente a identificar los objetivos específicos necesarios para entender la mecánica de las herramientas de inversión seleccionadas, con su respectivo alcance y rendimiento.

Objetivo General

Identificar si la compra de CEDEARS, acciones y títulos públicos a través de un bróker en la Bolsa de Valores de Buenos Aires sirven como un método de conservación de valor o autofinanciación no convencional a mediano o largo plazo para la PyMes del estudio de caso a la vez que permita una inversión financiera con rendimientos reales positivos por sobre la inflación.

Objetivo Específico

- 1) Incidencia del mercado de capitales, sus principales reguladores y operadores dentro del contexto económico argentino en el periodo comprendido para el ente bajo análisis.
- 2) Reconocer el funcionamiento y las características principales de los CEDEARS, acciones y títulos públicos, como así también sus limitaciones y particularidades relacionadas al estudio de caso.
- 3) Identificar y cuantificar el impacto inflacionario sobre el valor del capital o resultados obtenidos por la empresa del estudio de caso y poder usar este efecto para medir el rendimiento real de la inversión respecto a la variable inflacionaria.
- 4) Cuantificar el rendimiento real del ente de los instrumentos (venta y dividendos) para obtener la rentabilidad real y la disponibilidad final de capitales restando los costos de comisiones de operar en el mercado y del bróker ejecutor de las operaciones.

Alcance

Identificar que CEDEARS, acciones y títulos públicos son los habilitados por la CNV y cuáles son los operados por el ente del estudio de caso. Analizando la evolución del valor de la cartera de activos, con el fin de identificar si sobre el costo de bolsa y el efecto inflacionario se cumpla un rendimiento real positivo.

Permitiendo validar si existe o no una obtención o disponibilización de fondos real positiva.

Durante el periodo analizado del junio 2021 a diciembre 2023 el ente realizó varias operaciones de compras de diversos instrumentos bursátiles, los cuales fueron valuados al costo de compra y revaluados al momento de venta.

El enfoque de aproximación, permitirá determinar el rendimiento de la inversión, a través de realizar una comparación del valor del activo al momento de la venta, a valor actual, contra la inflación acumulada desde el momento de compra hasta el momento de enajenación efectiva.

En este análisis se incluye la consideración de las comisiones de compras y de venta de los activos bursátiles operados además de un apartado para considerar del efecto impositivo generado.

Marco Teórico

Capítulo I – Encuadre de Pequeñas y Medianas Empresas

Se entiende por empresa a toda unidad económica que desarrolle, con ánimo de lucro, el ejercicio habitual de una actividad económica basada en la producción, o intercambio de bienes o prestación de servicios, que utiliza como elemento fundamental para el cumplimiento de dicho fin la inversión de capital, asumiendo para la obtención del beneficio el riesgo propio de la actividad que desarrolla. (Ministerio de economía, 2024)

Este concepto general nos permite encuadrar lo que es una empresa como definición general, pero el estudio de caso del presente trabajo se enfoca en un tipo de empresa de las denominadas “PyMes”, por ende es necesario ahondar el concepto de esta categoría de empresas.

En el caso argentino y basado en la información validada por el Ministerio de Producción, una PyMe es una micro, pequeña o mediana empresa que realiza, en el país, sus actividades en alguno de los sectores de servicios, comercialización, industriales, agropecuarios, construcción o minero.

Puede estar integrada por una o varias personas y su categoría se establece de acuerdo a la actividad declarada, a los montos de las ventas totales anuales o a la cantidad de empleados, siendo para la Pyme el estudio de caso el factor relevante la venta y no la cantidad de empleados ya que esta se encuadra dentro de la actividad comercial, la cual no establece como requisito la consideración del límite de empleados o colaboradores.

Por lo que respecta a la condición comercial que reviste el ente bajo el estudio, deba ser medido bajo el criterio de ventas anuales, el cual viene dado por el cuadro subsiguiente;

Categorización Pymes según actividad económica. Cuadro 1

Categoría	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y Minería	Agropecuaria
Micro	78.690.000	36.850.000	213.150.000	150.620.000	90.930.000
Pequeña	466.910.000	222.160.000	1.518.340.000	1.125.450.000	334.950.000
Mediana tramo 1	2.605.040.000	1.838.740.000	7.217.020.000	8.010.250.000	1.971.190.000
Mediana tramo 2	3.907.130.000	2.625.990.000	10.310.100.000	16.184.690.000	3.126.440.000

Fuente: Ministerio de Economía

Cabe aclarar que se indica que no serán consideradas micro, pequeñas ni medianas empresas, aquellas que tengan como actividad principal alguna de las indicadas subsiguientemente:

- Servicios de hogares privados que contratan servicio doméstico.
- Servicios de organizaciones y órganos extraterritoriales.
- Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria.
- Servicios relacionados con juegos de azar y apuestas.

Por lo que concluimos que el ente del estudio del caso se encuentra encuadrado dentro de una PyMe del rubro comercial y al no tratarse de una empresa que trabaja bajo actividades comisionistas, consignatarios o de agencias de viaje, no se verá afectada por la condición de la cantidad de empleados.

Asimismo, el instrumento de inversión analizado no resulta una limitante para que esta organización sea considerada una PyMe pues su actividad principal sigue siendo la comercialización de productos y no la inversión de valores.

Vinculado a lo indicado en el párrafo anterior, resulta necesario considerar a los efectos del acceso al mercado de capitales que es reconocido como PyMe.

En línea con lo que sostiene el Ministerio de economía, la Comisión Nacional de Valores (CNV) considera PyMe a las empresas definidas como micro, pequeñas y medianas en los términos de la Resolución N° 220/2019 que cuenten con Certificado Mi Pyme otorgado por la SEPyME. (Comisión Nacional de Valores, 2024)

La Comisión Nacional de Valores es un organismo autárquico que funciona bajo la órbita del Ministerio de Economía y es el encargado de la promoción, supervisión y control del mercado de capitales. 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). (Comision Nacional de Valores, 2024)

El Certificado MiPyME acredita la condición de micro, pequeña o mediana empresa ante diferentes organismos e instituciones. Obtenerlo permite acceder a financiamiento, beneficios impositivos y programas de asistencia. Está destinado a monotributistas, emprendedores, profesionales, comerciantes, sociedades, y toda persona jurídica o humana que esté inscripta en el Registro de Empresas MiPyMEs de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa. (Administracion Federal de Ingresos Publicos, 2024)

No son consideradas PyMe para la CNV las entidades bancarias, las compañías de seguros y los mercados autorizados a funcionar por la CNV. Además, la CNV dictó la RG 901/22, para incluir a las asociaciones civiles, sin necesidad de presentar el Certificado MiPyME, para que puedan emitir obligaciones negociables avaladas por entidades de garantía y por RG 940/22 se aprobó un régimen simplificado y garantizado para emisiones con impacto social. (Comision Nacional de Valores, 2024)

Luego del análisis respecto a la definición teórica de una PyMe en Argentina, se puede concluir que el ente de estudio se encuadra dentro del marco teórico que establece la CNV y el Ministerio de economía, ya que cuenta con el certificado MiPyme vigente y no desarrolla ninguna actividad de las cuales los entes públicos habilitados como contralores excluyen.

Capítulo II - Introducción del mercado de capitales, funcionamiento y limitaciones

El siguiente punto a analizar respecto al tema bajo estudio es el encuadre teórico del mercado de capitales, pues es necesario conocer en qué marco y cómo se operan los instrumentos que el mismo ofrece.

La sanción de la Ley N° 26.831 de Mercado de capitales tiene por objeto el desarrollo del mercado de capitales y la regulación de los sujetos y valores negociables comprendidos dentro del mismo (Infoleg, 2012).

En consecuencia “el principal objetivo es desarrollar el mercado de capitales en la Argentina y ponerlo al servicio de la actividad productiva del país” (D'attellis, 2014) Siendo esto, un indicador de que el mercado financiero funciona como una herramienta que permita el desarrollo de las empresas y dentro de estas las PyMes.

A continuación, analizaremos las características principales del mercado bursátil, sus instrumentos y su relación con la economía real y en este caso, la vinculación con la Pyme bajo estudio.

Entre los objetivos básicos de la nueva legislación figuran el propósito de eliminar "la fragmentación de los mercados que atenta contra la liquidez y la adecuada formación de precios" (mensaje de elevación del Poder Ejecutivo Nacional 2014), lo que significa que se faculta a la CNV la intervención y si resultara necesario la prohibición de valores que no cumplan con las formalidades necesarias para operar en la bolsa de valores.

Esto permite un adecuado funcionamiento del sistema financiero, otra herramienta que utiliza la CNV es la aprobación definitiva de nuevos valores que encuadren dentro del marco regulatorio de la legislación vigente.

Otro de los aspectos a considerar es que la normativa actual incorpora la "desmutualización" como una forma de suprimir una barrera de acceso innecesaria para poder operar en los mercados y abre el juego a otros actores que de otra forma se verían impedidos de participar.

La desmutualización como indica su definición es un proceso que implica que la condición de miembro de la Bolsa y de accionista de la sociedad rectora (institución que organiza y vela por el funcionamiento de un sistema, como en este caso el mercado de valores) quedan desvinculadas, pudiéndose acceder a una sin la otra. (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, 2024)

Con el modelo mutualista, por el que se regía anteriormente el mercado bursátil, para adquirir la condición de miembro del mismo se exigía que las entidades participaran en el capital de las sociedades rectoras.

Esto es parte de lo que permite la aparición de nuevos entes que permiten acceder al mercado de capitales y relacionado al estudio de este caso, la ALyC “Invertir Online SAU –IOL”.

Un Agente de Liquidación y Compensación (ALyC) es una sociedad que actúa como intermediaria entre los inversores o las empresas y los mercados. Cuentan con la autorización de la Comisión Nacional de Valores (CNV) para poder funcionar y operar en la misma. (Balan, 2022)

Siguiendo con la normativa y funcionamiento del sistema bursátil entre el registro de operadores, es decir se crea un registro de los entes que sean intervinientes en las operaciones del mercado bursátil, lo que permite “la federalización de los mercados y la interconexión entre ellos a fin de fomentar un camino hacia la inversión de los pequeños, medianos y grandes ahorristas en valores negociables.” (D'attellis, 2014)

Resulta evidente a través del extracto de información mostrada en los párrafos anteriores, que existe una arquitectura relativamente sólida en el mercado financiero argentino y a pesar que este sea relativamente pequeño, cumple su función más importante, facilitar la inversión, podemos encontrar este concepto reforzado en el libro “mercado de capitales como alternativa de inversión” que afirma:

Los sistemas financieros están sufriendo profundas transformaciones en los últimos años debido a un conjunto de factores que configuran una nueva arquitectura del sistema financiero internacional. Entre éstos podemos destacar las siguientes: la desregulación, la desintermediación, la titularización, la innovación financiera, el

desarrollo tecnológico, la globalización, la ética y la protección y defensa del inversor.” (Angel, 2007).

Es importante comprender el rol y el impacto de cada uno de los actores que se encuentran en el mercado bursátil argentino. Yendo a una línea más cercana a los instrumentos de inversión en sí, requerirá por parte del inversor conocer la situación sectorial del instrumento en el cual se invierte, hasta llegar al análisis fundamental y técnico del instrumento en el cual se invierte pudiendo así valorar de forma integral el mismo.

Introducido por Benjamin Graham y David Dodd, en 1934, el análisis fundamental trata de calcular el valor real de los instrumentos financieros mediante los datos de los balances. (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, 2024)

Por supuesto, no realiza solo un análisis básico de la obtención de beneficios o pérdidas de la sociedad. El análisis fundamental intenta calcular el valor real de un título mediante el análisis de ratios e indicadores de los balances y lo compara con el valor de mercado del instrumento, para así descubrir si en un momento determinado el precio del mismo está infravalorado.

Siempre teniendo en cuenta que los resultados de los balances y los precios se encuentran en constante cambio y que la cotización se puede ver influenciada también por otros factores entre los que se incluyen los políticos y los económicos.

Respecto al análisis técnico, el mismo surge a finales del siglo XIX, en Estados Unidos, a manos de Charles Henry Dow, este método prescinde del estudio de riesgo financiero propio a las sociedades y en su lugar estudia la acción del mercado, principalmente a través del uso de gráficas, con el propósito de predecir futuras tendencias en el precio. (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, 2024)

Este tipo de enfoque y análisis planteados tiene su fundamento en la estrategia de “bottom-up”, que se centra en el análisis detallado de empresas individuales, independientemente de las condiciones macroeconómicas. Se prioriza la salud financiera de la empresa, la demanda de sus productos y servicios, y otros indicadores financieros clave, considerando el comportamiento del activo en el mercado bursátil.

La metodología se ancla en el libro Análisis fundamental: Estrategias para invertir en el mercado argentino: El enfoque “bottom up” parte del conocimiento detallado de una compañía y la estimación de su valor, para luego realizar un estudio comparativo con empresas del sector, para recién luego analizar cómo puede ser afectado por la macroeconomía y el sistema financiero en su conjunto. (Pantanelli, 2019)

Por este mismo motivo, se sostiene que la gestión de la cartera de activos financieros del ente bajo estudio requiere de un seguimiento y conocimiento técnico y de fundamentos contables para comprender la situación sectorial y macroeconómica en la cual el ente opera.

El valor de cada uno de estos activos se encuentra correlacionado a una multiplicidad de variables en distintas escalas que pueden afectar la cotización bursátil del instrumento.

El marco regulatorio legal permite identificar que el mercado de valores argentino cuenta con las condiciones básicas necesarias para que exista una canalización del “ahorro” del mercado económico interno hacia inversiones consideradas del tipo “financieras” de mediano a largo plazo siendo para quienes inviertan en el mercado una alternativa de inversión.

Por ende podemos avanzar hacia un mayor entendimiento y funcionamiento de los instrumentos de inversión que el mercado de capitales Argentino permite operar.

Resulta evidente que en el presente estudio deseamos destacar que el mercado de capitales tiene un rol considerable en el crecimiento de la economía por su potencial impacto positivo en los entes que invierten en sus instrumentos.

Obras como “Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: Literatura y evidencia para Argentina” indican:

“La existencia de mercados de capitales desarrollados permite canalizar adecuadamente los ahorros hacia la inversión. Los enfoques de análisis del crecimiento económico más recientes incorporan en su desarrollo aspectos institucionales y de infraestructura de incentivos a través de la normativa vigente, relevantes para explicar el desarrollo de los mercados, la acumulación del capital y -por extensión- el crecimiento.” (Dapena, 2009)

Por contraposición de lo que puede suceder en mercado de capitales poco desarrollados y poco transparentes generaran el efecto contrario.

Es por esto que:

“Los Mercados de capitales poco desarrollados, con problemas de información y -sobre todo- con baja liquidez, pueden originar menor acumulación de capital y menor crecimiento económico.” (Dapena, 2009)

Siendo el desarrollo del mercado bursátil vital para generar una un efecto contrario al indicado en el párrafo anterior. Esto permite comprender que las Pymes Argentinas operan en un mercado de capitales que se encuentran correlacionados y afectados por diversos factores en diversos niveles. Argentina tiene un mercado bursátil sólido pero aún incipiente en términos comparativos con otras bolsas bursátiles mundiales.

Por lo que resulta necesario entender dentro de este contexto cuáles son los recursos y mecánicas necesarias para que las PyMes puedan acceder al mismo reduciendo su riesgo y exposición a los instrumentos del mercado bursátil Argentino, citando la tesis “Fuentes de financiamiento para Pymes: posibilidad de apertura al mercado de capitales”:

“Ser un empleador fundamental (PYMES) dentro de las economías en vías de desarrollo deben encontrar soluciones a los obstáculos para poder utilizarlas (instrumentos bursátiles) plenamente como herramienta de desarrollo económico y social.” (Barreda, 2010)

La participación de las Pymes en la economía argentina es central, hay 896.433 empresas, las PyMes (Pequeñas y Medianas Empresas) representan el 99,7% de ellas, siendo 95,1% microempresas y el 4,6% restante PyMes, esto deja sólo un 0,3% de las empresas consideradas como grandes compañías (INDEC, 2023)

El siguiente cuadro permite ejemplificar el estado de situación descrito anteriormente:

Participacion Pymes en la actividad economica. Cuadro 2

Unidades censales								
	Industria		Comercio		Servicios		Total	
Micro	75.295	83,6%	493.653	98,1%	283.843	93,7%	852.791	95,1%
Pequeñas	11.613	12,9%	8.927	1,8%	15.669	5,2%	36.209	4,0%
Medianas	2.697	3,0%	613	0,1%	1.859	0,6%	5.169	0,6%
Total PyMEs	89.605	99,5%	503.193	100,0%	301.371	99,5%	894.169	99,7%
Grandes	483	0,5%	239	0,0%	1.542	0,5%	2.264	0,3%
Total	90.088	100%	503.432	100%	302.913	100%	896.433	100%

Fuente: INDEC

El impacto de las Pymes no solamente se limita a su participación en la económica, sino también, en su efecto sobre el empleo formal registrado. Estas últimas emplean en su totalidad el 80,6% de los empleados, quedando las grandes empresas con una participación restante del 19,4% del empleo formal registrado.

El siguiente cuadro permite ver detallado lo mencionado anteriormente:

Participacion en Empleo Registral de las Pymes. Cuadro 3

Total del ocupados								
	Industria		Comercio		Servicios		Total	
Micro	225.361	22,4%	872.759	77,3%	516.245	38,9%	1.614.365	46,6%
Pequeñas	247.635	24,6%	169.548	15,0%	313.886	23,7%	731.069	21,1%
Medianas	272.596	27,0%	42.254	3,7%	132.326	10,0%	447.176	12,9%
Total PyMEs	745.592	74,0%	1.084.561	96,0%	962.457	72,5%	2.792.610	80,6%
Grandes	262.317	26,0%	45.162	4,0%	364.263	27,5%	671.742	19,4%
Total	1.007.909	100%	1.129.723	100%	1.326.720	100%	3.464.352	100%

Fuente: INDEC

Por último, respecto al valor agregado que las empresas generan en la economía, es posible visualizar que existe una mayor participación de valor agregado de las grandes empresas, lo que significa en último término un mercado doméstico más desigual, permitiendo la aparición de monopolios y oligopolios.

Los monopolios son una estructura de mercado en donde existe un único oferente de un cierto bien o servicio, es decir, una sola empresa domina todo el mercado de oferta y posee un enorme poder de fijación de precios. (Roldan, Monopolio: Qué es, características y ejemplos, 2024).

Los oligopolios son una estructura de mercado en donde existen pocos competidores relevantes y cada uno de ellos tiene cierta capacidad de influir en el precio y cantidad de equilibrio. (Roldan, Oligopolio: Qué es, características y ejemplos, 2024)

El cuadro subsiguiente permite visualizar lo mencionado anteriormente.

Valor agregado de las Pymes y Grandes empresas en argentina. Cuadro 4

Valor agregado (en millones de \$)								
	<i>Industria</i>		<i>Comercio</i>		<i>Servicios</i>		<i>Total</i>	
<i>Micro</i>	3.218,2	10,8%	10.320,4	57,2%	7.509,9	41,6%	21.048,5	31,9%
<i>Pequeñas</i>	5.962,7	20,0%	4.874,1	27,0%	3.626,1	20,1%	14.462,9	22,0%
<i>Medianas</i>	8.132,7	27,3%	1.188,5	6,6%	1.802,4	10,0%	11.123,6	16,9%
<i>Total PyMEs</i>	17.313,6	58,1%	16.383,0	90,8%	12.938,4	71,7%	46.635,0	70,8%
<i>Grandes</i>	12.473,8	41,9%	1.668,0	9,2%	5.111,7	28,3%	19.253,4	29,2%
<i>Total</i>	29.787,4	100%	18.050,9	100%	18.050,1	100%	65.888,4	100%

Fuente: INDEC

La economía doméstica argentina es la más afectada ante el poder de fijación de precios de las grandes empresas, afectando en último término a los consumidores finales de dichos productos y servicios.

En relación a lo mencionado el catedrático (Barreda, 2010) sostiene que “el nivel de fracaso es alto entre estas empresas PyMes, lo cual las coloca como un sector de mayor riesgo que las empresas grandes, ya sea que fracasen por negligencia propia o por condiciones del mercado.”

Esto es una interpretación similar a la dada en el presente trabajo respecto a dinámica microeconómica de argentina y recalca nuevamente la necesidad que tienen las PyMes en encontrar herramientas de guarda de valor de sus rendimientos y resultados operativos.

Como comentario final la economía argentina posee niveles de informalidad elevados, esta economía sumergida no posee estadísticas ciertas, lo que lleva a que exista considerable cantidad de Pymes expuestas a la imposibilidad de financiarse o pero aun exponiéndose a canales de financiación no regulados que pueden resultar tremendamente perjudiciales.

En la misma línea el autor indica que;

“la utilización de canales no formales de financiamiento encarece sus costos de financiamiento y el grado de acceso a financiamiento formal es menor en comparación a países de la región y esto demuestra que en países más desarrollados de la región se ha logrado sobrepasar varias de las barreras que enfrentan las PyMes para hacerlas bancarizables. “ (Barreda, 2010)

El estado de situación actual nos lleva a investigar si anteriormente a este estudio de caso, nos encontramos con autores que han considerado alternativas financieras no tradicionales, para que las empresas pudieran mantener el valor de sus rendimientos.

Comprendiendo que el mercado de capitales posee una dinámica propia y no es tan lineal el uso de instrumentos de financiación, tal como se presenta formalmente en este caso.

Sin embargo, existen autores que realizaron análisis que se orientan a resolver el problema del financiamiento de las PyMes.

El mismo mercado financiero analiza el comportamiento del ente en base a los instrumentos operados por esta. Tomando como referencia la tesis “El mercado de capitales alternativas financieras no tradicionales:

“Es aconsejable que una Pymes primero ingrese al mercado a través de cheques de pago diferido avalado por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), para que el mercado lo conozca. Luego con obligaciones negociables o fideicomiso y probablemente el último paso sea emitir acciones. Teniendo en cuenta que si al inversor que con el cheque de pago diferido le fue bien, probablemente compre la Obligación Negociable y si la va bien, probablemente compre la acción. Es un proceso

de aprendizaje, esto a las Pymes también les sirve para ir conociendo el mercado”
(Brunori, 2015)

Esto permite visualizar que Pymes que busquen financiamiento en el mercado de capitales deberán transitar un camino para poder realmente tener éxito al momento de financiarse con terceros.

El nivel de rendición de cuentas que solicita el mismo sistema bursátil tanto en aspectos administrativo-legales como el “delivery” de resultados económicos positivos y cumplimiento de sus compromisos financieros resulta en otro factor expulsivo para las PyMes y su posibilidad de financiación a través de las herramientas que el mismo mercado bursátil ofrece.

Nos encontramos ante un punto claro de interpretación de herramientas de financiación. Para los autores y teóricos de la materia las herramientas financieras tienen características que no conciben con la metodología del presente estudio de caso, por lo que no podemos considerar que el presente trabajo hable de herramientas de financiación como tales, ya que la metodología no cumple con los requisitos para ser considerada una herramienta financiera.

Sin embargo, resulta evidente que dentro de materia financiera el efecto colateral de aplicar la metodología propuesta puede asemejarse al uso dado a las herramientas financieras indicadas.

Comprendiendo lo expuesto anteriormente nos enfocaremos en establecer el marco teórico de los instrumentos de financiación conocidos como en los instrumentos de inversión operados por el ente del estudio de caso sobre los cuales se analiza su rendimiento y efecto financiero en la PyMe del caso.

Capítulo III - Teoría general de instrumentos del mercado de capital

El siguiente punto a analizar respecto al tema bajo estudio es el encuadre teórico de los instrumentos del mercado de capitales referenciando las similitudes y diferencias de los instrumentos de financiación en contrapartida de los de inversión.

Respecto a los instrumentos de financiación resulta más práctico para este caso exponerlos por su plazo en el tiempo, por lo que dividiremos estos plazos en 3 tramos, corto, mediano y largo, tal como lo clasifica la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), fundada el 10 de julio de 1854, es la mayor bolsa de valores y principal centro de negocios y finanzas de la República Argentina. En ella transaccionan instrumentos bursátiles de financiación e inversión de empresas extranjeras y nacionales. (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024)

Iniciando con los instrumentos de corto plazo nos encontramos con, cheques de pago diferido, facturas de crédito electrónicas, pagaré bursátil como los más usados. Este tipo de instrumentos ayudan a financiar necesidades de plazos inferiores al año, principalmente capital de trabajo, (por ejemplo, compra de materias primas, pago a proveedores, pago de sueldos, refinanciación de pasivos de corto plazo, etc.). (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024)

Si bien estos instrumentos permiten una financiación de corto plazo para la PyMe la tasa de descuento o de pagaré bursátil que posee la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, entidad principal de referencia de tasas de financiación para las Pymes de CABA, como la del estudio de caso presente.

La tasa es de 124% TNA anual lo que resulta un costo financiero más que considerable para una PyMe y nuevamente, termina siendo prohibitivo para estas que cuentan con un capital de trabajo limitado y atado al flujo de efectivo diario del ente.

Por ese mismo motivo se considera que resulta una mejor alternativa, teniendo presente que el ente del estudio de caso posee un flujo de caja estable, conservar el valor para luego invertirlo en los instrumentos de inversión del mercado de capitales.

En segunda línea, respecto a los instrumentos de mediano plazo, los pagarés y obligaciones negociables y fideicomisos financieros, son la mejor opción para las necesidades de financiamiento a mediano plazo porque, en general el plazo de repago puede ser estipulado entre uno y tres años. (Bolsa de comercio de Buenos Aires, 2024)

Estos instrumentos permiten atender una variedad de necesidades, como la refinanciación de pasivos, la compra de maquinarias (que tienen una amortización promedio de entre 3 y 5 años), la adquisición de tecnología para la empresa (cambios de equipos de computación, software, etc.) y la ejecución de proyectos de inversión.

Los instrumentos de financiación más similares, tanto en plazo como en características de uso, a los analizados en este caso, pues el objetivo de la PyMe bajo estudio es reinvertir el capital junto a los rendimientos obtenidos en proyectos de características similares.

Sin embargo, volvemos a mencionar que los instrumentos de financiación si bien están en línea con los plazos que se analizan en el caso, estos se encuentran sujetos a la desvalorización desde el momento de su capitalización, como también no se ajustan a los tiempos de ejecución y repago de inversión del ente.

En otras palabras, si bien se dispone del capital en un inicio, si este no es reinvertido prácticamente en su totalidad de forma casi inmediata pierde valor de forma acelerada por los elevados índices inflacionarios.

Sumado a ello la obligatoriedad de tener que invertir de forma acelerada dicho capital estresa a la Pyme respecto al proyecto de inversión y la aparición de contingencias no programadas que pueden resultar en una exposición productiva y financiera para el ente.

Cabe mencionar que al invertir todo el capital es mucho menor la posibilidad de reajustar sus proyectos ante cambios de paradigma y condiciones económicas o cambios en las normativas legales, que suelen ser comunes en Argentina.

Para finalizar la clasificación por plazos mencionamos a los instrumentos de largo plazo, como lo son las obligaciones negociables (ON PyMe) u (ON PyMe Garantizada) son los recomendados para este tipo de plazo.

Cuando se necesita financiar proyectos de mayor envergadura, que requieren plazos más largos y otro grado de compromiso financiero, se utilizan instrumentos de largo plazo como la emisión de obligaciones negociables o la creación de otras estructuras de financiamiento como son los fideicomisos financieros. (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024)

Estos instrumentos pueden financiar, por ejemplo, la ampliación de la capacidad productiva, la puesta en marcha de proyectos de expansión, refinanciar pasivos de largo plazo, proyectos sustentables o verdes, etc.

Si bien los instrumentos mencionados se encuentran orientados a Pymes, no resultan una alternativa muy usada ya que el mercado bursátil opera volúmenes muy bajos de Obligaciones negociables y solamente opera ON de grandes organizaciones que les da una mayor seguridad de repago, algunas de las empresas operadas son IRSA, YPF o CRESUD. Es evidente dada las características que prácticamente ninguna PyMe argentina puede acceder a este tipo de herramienta de financiación por más que exista la misma.

Capítulo IV - Teoría sobre los instrumentos de inversión del estudio de caso

CEDEARS

Los CEDEARs (Certificados de Depósitos Argentinos) son activos o títulos que cotizan en el mercado argentino y que representan acciones no listadas en nuestro mercado local. Es decir, son instrumentos del mercado financiero que operan en la bolsa local y que equivalen a una fracción de un activo que cotiza en el extranjero.

Un Certificado de Depósito Argentino es un producto financiero emitido por un Banco en Argentina que representa acciones de empresas del exterior.

Los mismos se encuentran regulados y operados respectivamente por dos de las principales instituciones de mercado de valores, por un lado la Comisión Nacional de Valores (CNV) como ente regulador y por otro Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (ByMA) como ente operador.

Negociar estos certificados es equivalente a invertir en la compañía extranjera porque cada CEDEAR emitido está respaldado por un depósito de las acciones que representa, otorgando a su comprador/tenedor los mismos derechos económicos que la acción original.

Se recalca que no es lo mismo un ADR que un CEDEAR. Estamos frente a polos opuestos. Mientras que el CEDEAR representa acciones de empresas extranjeras que no cotizan en el país, los ADR (American Depositary Receipts) son acciones de empresas argentinas que cotizan en mercados del exterior por lo que estos instrumentos operan en mercados bursátiles diferentes. (Balanx, 2023)

Estos instrumentos fueron seleccionados por sus características ya que por un lado permite acceder a Pymes locales a invertir en empresas de primer nivel mundial y que cotizan en el mercado de valores más importante del mundo, el NYSE.

La Bolsa de Nueva York tiene dos funciones principales: Proporcionar un mercado central para que los inversores compren y vendan instrumentos de inversión. Permite a las empresas cotizar sus acciones y obtener capital de inversores interesados. (Publicaciones Tecnicas Profesionales SL, 2024). Siendo esta última, el mercado bursátil con mayor capitalización en el mundo.

El título se encuentra valuado en 2 aspectos, por un lado el valor del activo en el NYSE y por otro lado por la cotización del Dólar Contado con Liquidación (CCL). Por lo que el título se encuentra atado al valor del Dólar en un 50% y el valor del título en el exterior, permitiendo de este modo dar cobertura en caso de una apreciación del dólar y atar la valuación del bien a dicha moneda, ya que el título en la bolsa de NYSE cotiza en USD.

Dentro de las consideraciones más importantes es necesario indicar que los CEDEARS otorgan la posibilidad a inversores locales de incluir en su cartera acciones de empresas extranjeras que cotizan en una bolsa externa bajo la forma de certificados, sin necesidad de abrir una cuenta y realizar la operación en el exterior.

Asimismo es posible canjear el CEDEARS por los valores que éstos representan, lo que obliga a la entidad emisora a tener desde el momento de la emisión tantos títulos valores CEDEARS como de estos valores se encuentren en circulación en el mercado. En el caso de que el inversor solicite el canje los CEDEARS correspondientes deben ser cancelados y destruidos.

La cotización de los CEDEARS se compone en mitades iguales por la cotización del título en la bolsa foránea, por lo general NYSE Stock Market, y el valor del dólar contado con liquidación (CCL) siendo una característica importante respecto al riesgo ya que la estabilidad económica y desarrollo económico de Estados Unidos lo convierte en el mercado más grande del mundo y mejora considerablemente la cotización del título en base a la oferta y demanda del mismo.

El valor restante del título queda atado a la cotización de la moneda dólar estadounidense (USD Dólar), siendo esta última la más operada a nivel mundial representando un 29% del comercio mundial. (Economic, 2024)

Acciones

Las acciones se tratan de “partes” en las que se divide el capital de una empresa. Cada inversor particular dispone de un número determinado de estas participaciones alícuotas (es decir, idénticas entre sí), lo que le convierte en propietario del porcentaje de la compañía que esos títulos representan. (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024)

Al valor total de las acciones de la compañía se le denomina capitalización de mercado.

Las acciones son, en consecuencia, unidades de propiedad de las que se derivan una serie de derechos, como el de recibir información puntual de las actividades y desempeño financiero de la empresa, asistir a sus asambleas, ejercer el derecho a voto y recibir dividendos. (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024)

Estos derechos se regulan según los principios generales de los mercados de valores, pero también en función de disposiciones particulares como las normas específicas de participación en asambleas o la política particular de remuneración de accionistas de cada empresa.

En términos técnicos, se emiten en el mercado primario (cuando la empresa las pone en circulación con el objetivo de captar fondos del público) y después se negocian en el mercado secundario, el mercado de valores.

Existen las acciones no cotizadas, es decir, las emitidas por empresas que no han cotizado nunca en bolsa o que por alguna razón han dejado de hacerlo. Este último tipo de acciones, pueden ser compradas y vendidas, pero sin aval que supondría su integración en el sistema general de transacciones bursátiles. (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, 2024)

En el presente trabajo solamente trabajaremos con acciones que cotizan y sin la aplicación de los instrumentos derivados como lo son los valores futuros, y aplicación de opciones financieras como lo son los contratos de “put” y contratos de “call”.

A través de la compra de acciones el inversor se convierte en dueño de una porción de las empresas que se encuentran en la oferta pública y poseen autorización de listado en un mercado. Así, el inversor participa del crecimiento y las ganancias que pueden tener los diferentes sectores al adquirir acciones de empresas del agro, siderurgia, petróleo, sistema financiero, servicios públicos —energía, agua, comunicaciones—, construcción, madera, productos químicos, editoriales, etc.

El accionista tiene derecho a asistir a las asambleas y a participar de las decisiones que allí se toman en proporción a la cantidad de acciones que posea; por lo general, cada acción equivale a un voto. Si bien las acciones son una inversión de riesgo —porque la empresa puede tener éxito o no en sus negocios— la pérdida eventual nunca suele superar el monto que se invirtió originalmente al comprarlas. En el largo plazo, las acciones permiten a sus inversores recibir ganancias acordes con la evolución de la economía.

Quienes invierten en acciones obtienen ganancias de capital a través de la variación positiva del precio de las acciones entre el momento de la compra y el momento de la venta.

El precio al que se negocian las acciones es el resultado de la oferta y la demanda; es decir, cuánta gente está dispuesta a comprar y cuánta está dispuesta a vender. A mayor cantidad de gente que quiere comprar, más sube el precio; y a mayor cantidad de gente que quiere vender, más baja el precio.

Asimismo, los inversores pueden obtener ganancias a través del cobro de dividendos. Los dividendos son las ganancias que percibe la empresa por su operación, parte de las cuales distribuye entre sus accionistas.

Títulos públicos

Los títulos públicos, también llamados bonos, representan la deuda emitida por el Estado Nacional, los Estados provinciales o los Municipios. (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024)

Estrictamente se trata de una promesa de pago por medio de la cual el emisor (en este caso el Estado) se compromete a devolver el capital que los inversores le prestan, más los intereses correspondientes, en un plazo determinado y según un cronograma acordado.

Existen varias formas en las cuales se financia el Estado. Cuando el gobierno necesita aumentar los ingresos de fondos para financiar el gasto público, puede recurrir a distintas alternativas: Incremento en los impuestos, emisión monetaria, créditos con organismos multilaterales o internacionales de crédito y la emisión de títulos públicos en el mercado de capitales. (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024)

Los títulos públicos son una de las formas por medio de las cuales el Estado se financia habitualmente. Es así como a través de la emisión de estos instrumentos el gobierno obtiene fondos de los inversores individuales y también de los institucionales.

La característica principal de los títulos públicos es que quien los emite puede fijar las condiciones de emisión según sus propias necesidades de financiamiento y sus posibilidades de pago.

De esta forma existen títulos en diversas monedas y plazos, a tasa fija o variable y demás condiciones, según las necesidades del emisor y las exigencias de los inversores. Los títulos públicos son instrumentos de renta fija, ya que al mantenerlos hasta el vencimiento el inversor sabe exactamente cuánta ganancia va a percibir (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024)

Estos títulos pueden devolver el dinero invertido en cuotas llamadas amortizaciones o en forma íntegra al vencimiento. Además, pagan una tasa de interés que puede ser fija, variable o mixta y es comúnmente llamada pago de renta. Este instrumento puede emitirse en moneda local o cualquier otra divisa.

Al tratarse de un instrumento de renta fija brinda una certeza del cobro de la renta al vencimiento, porque este tipo de instrumentos tiene un cronograma de pagos prefijado por lo cual los inversores perciben la renta estipulada y la devolución del capital en la forma y plazo acordados, consideremos en el caso argentino y su historial crediticio hace de este tipo de inversión un instrumento con mayores riesgo en comparación a otros estados nación.

Si bien se pueden mantener hasta el vencimiento, un inversor puede decidir venderlos en el mercado secundario en cualquier momento previo a esa fecha. Esto puede realizarse ya sea porque el inversor necesita el dinero de la inversión o porque encuentra una inversión más rentable en el mercado y desea cambiarla, por lo que el título también otorga liquidez. (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2024)

Mayor nivel de rendimiento con igual nivel de riesgo respecto de otras alternativas de inversión ampliamente utilizadas por el público.

Existen variados tipos de títulos que se adecuan a los distintos perfiles de inversores de acuerdo a plazos, tasas y otras condiciones establecidas en la emisión pero en el caso del mercado de valores argentino resulta necesario ser selectivo al momento de operar estos instrumentos ya que resulta un rasgo importante el volumen que el título opera en el

mercado ya que si este no es operado puede verse afectado, por lo general negativamente, por las operaciones de compra venta que suceden del mismo.

El atractivo de este instrumento para los inversores es la ganancia del interés que paga el emisor. Además, los inversores pueden vender los bonos en el mercado de capitales durante su vigencia y obtener la ganancia que pueda surgir de la diferencia entre el precio de compra y el de venta.

Asimismo, al tratarse de instrumentos públicos, poseen beneficios impositivos respecto a la tenencia de los mismos, lo cual veremos en mayor detalle en el apartado impositivo realizado en el presente trabajo.

Abordaje Metodológico

La metodología utilizada para abordar los objetivos planteados se basa en la modalidad de estudio de caso, a través de una recopilación e interpretación detallada de información del ente seleccionado y sus efectos dentro del marco normativo vigente para operar en el mercado bursátil en la República Argentina.

El estudio de caso permite seleccionar casos representativos y analizarlos en detalle específico lo cual resulta útil para examinar situaciones particulares y comprender dinámicas subyacentes que nos proporcionará una visión integral del tema de la tesis.

A través de una revisión bibliográfica se realizará un relevamiento de la normativa vigente que se encuentra relacionada sobre los instrumentos de inversión y el ente seleccionado con el fin de conocer el marco normativo e institucional bajo el cual se encuentran regulados.

Esto permitirá comprender las principales variables y factores a considerar para la tesis, asimismo el marco conceptual vendrá dado por la teoría indicada por el BCBA sobre los instrumentos de inversión seleccionados y autores que ya han trabajado herramientas de autofinanciación no convencionales, que han establecido un marco teórico del mercado bursátil y su regulación y operación.

La recopilación de datos cuantitativos se obtendrá, por un lado, a través de la información de la cartera de CEDEARS, acciones y títulos públicos que el ente de análisis posee y por otro, realizando los cálculos necesarios para estimar el costo de la venta y los dividendos obtenidos de estos instrumentos relacionados a dicha cartera.

Análisis e interpretación del material relevado

Capítulo I - Contexto político y macroeconómico e impacto en las Pymes

Se plantea comprender si el contexto macroeconómico y financiero, tanto a nivel local como internacional es adecuado para este tipo de inversiones.

La coyuntura en términos internacionales la guerra en Ucrania ocasionó importantes cambios en el escenario económico mundial y Argentina no resulta una excepción.

En este sentido, Elizondo en una nota indicó que “No es posible mensurar exactamente los efectos de la guerra en la inflación dado que la inflación argentina tiene una enorme cantidad de factores. La principal es endógena. Después de eso vienen los problemas externos, que son un agregado a un problema general preexistente” (Gimenez, 2022)

Si bien el aumento en el precio de las principales commodities implicó un requerimiento mayor de divisas para la importación de combustibles, los cuales se dispararon y tornó mucho más costosa su importación y por ende el sector productivo del país sufrió un fuerte aumento en los costos de producción. Esto concluye que producir lo mismo y en algunos casos menos resultará más caro.

La contrapartida de esto es el alza del precio de los commodities cerealeros, ya que, tanto Rusia como Ucrania son de los principales exportadores de estos bienes y debido al conflicto bélico sus niveles de exportación se redujeron significativamente. (Tejeda, 2022)

Por ende el escenario internacional tuvo efectos mixtos en el caso Argentino pero la fuerte sequía de la región generó que la cosecha sea menor a lo esperado y por ende la oportunidad del aumento de los precios no pudo ser totalmente capitalizada por el país.

Los resultados de las elecciones primarias simultáneas y obligatorias abiertas (PASO) no han hecho más que agudizar la crisis financiera económica, siendo el actual Gobierno de Alberto Fernández incapaz de revertir las tendencias que el mercado impulsa.

Asimismo el nombramiento de Sergio Massa como ministro de economía, producción y agricultura, dándole así la llave del poder sobre la gestión económica integral del país, no ha logrado ningún resultado significativo para revertir el problema económico sino que ha llevado a una profundización de incertidumbre respecto al umbral económico y financiero del país. (Buscaglia, 2023)

El contexto de crisis económico financiera de Argentina genera considerables limitaciones a las Pymes que buscan financiación en el país, El Banco Central de la República Argentina posee pasivos que superan los activos de su balance, siendo sus reservas netas negativas, esto conlleva a que se restrinja a través de diferentes mecanismos que funcionan como topes y limitantes de acceso a divisas internacionales para evitar que la situación financiera del país se deteriore en el corto plazo.

En base a lo mencionado anteriormente avanzaremos con las restantes consideraciones a realizar al momento de analizar el método de inversión y financiamiento propuesto en el caso. Por esta razón el trabajo busca identificar en qué medida el sistema financiero argentino es estable para realizar este tipo de inversión y como son considerados desde la perspectiva estatal estos instrumentos.

Capítulo II - Situación del sistema financiero argentino

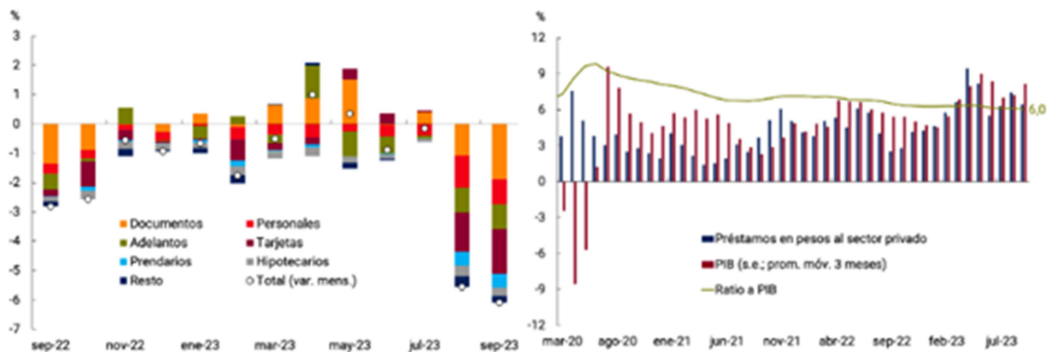
Resulta necesario considerar si el sistema financiero argentino es estable y líquido para realizar las inversiones y determinar si desde la perspectiva estatal los instrumentos mencionados desean ser promocionados.

El sistema financiero argentino tiene un muy bajo nivel de profundidad. Los ratios de depósitos y créditos sobre PIB son de los menores de la región, representando en la actualidad un 6,0 % medido en términos reales y sin estacionalidad (Banco Central de la Republica Argentina, 2023).

Esto demuestra que la tendencia de contracción sigue manteniéndose desde inicios del 2023 llegando a un mínimo histórico para el país, como es ejemplificado en el cuadro subsiguiente.

Prestamos en pesos al sector privado Cuadro 5

Real sin estacionalidad y en termino de PBI



Fuente: BCBA

Esto representa un desafío importante para la inclusión y desarrollo financiero, porque indica que existen actividades en las cuales los bancos pueden continuar desarrollando su negocio y no parece que los flujos financieros se dirijan hacia estas.

Se debe principalmente a que los bancos y entidades financieras en contextos inflacionarios poseen una aversión a otorgar préstamos a los privados. El riesgo de dicha inversión es muy elevado y como contrapartida los préstamos a privados poseen tasas de intereses que resultan cuasi privativas para las PyMes.

Indicado lo anterior, es necesario entender que la liquidez de corto plazo que ofrece el Estado a través de los instrumentos financieros como son las Letras de liquidez (LELIQ) que emite el BCRA, aseguran una tasa nominal anual de retorno ubicada en el 118% mensual y una Tasa Efectiva Anual de 209%. (Balan, 2024)

Cabe aclarar que durante el periodo 08/2023 la TNA mensual de dichas LELIQ es del 9,83% mensual de interés sobre el capital invertido mientras que la inflación del periodo fue de 12,7%, asique resulta evidente que el contexto de elevada inflación hace que este tipo de inversión posea una tasa de retorno negativa, por lo menos por dicho periodo, y se genera un círculo vicioso, ya que el BCRA para hacer frente a sus obligaciones se ve obligado a emitir dinero lo que asegura que existirá inflación futura.

Independientemente de esto, que se debe principalmente a las condiciones del mercado financiero y la forma de realizar actividades económicas en Argentina (informal), en los últimos 3 años la participación del sector público en la financiación pasó de un 36 % al 50% y la exposición a los privados del 42% al 28 % (Caldentey, 2018)

Esto quiere decir que, existe un crecimiento de la financiación de los entes públicos por sobre los privados en el sistema financiero y este aumentó su capacidad prestable en pesos en relación a la de en dólares.

Esto se debe principalmente por las restricciones estatales sobre esta última divisa y a la par posee el objetivo de limitar el financiamiento monetario del BCRA, debido al contexto más complejo en materia de renovación de los vencimientos de los títulos públicos nacionales. (Banco Central de la Republica Argentina, 2022)

Los principales financiadores en pesos son entes del sector público: Banco Central, Tesoro Nacional, Provincias y bancos públicos que poseen una gran capacidad financiera en pesos.

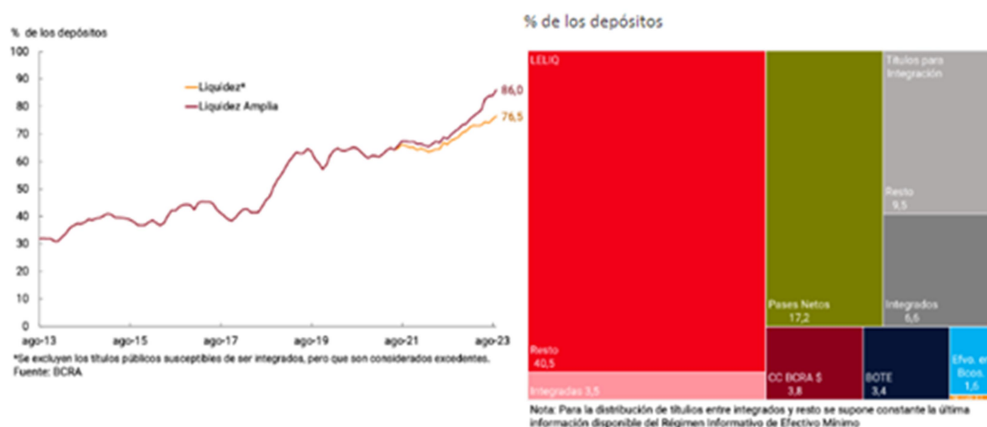
Asimismo la liquidez de las entidades financieras y bancarias se incrementó 2 p.p. (puntos porcentuales) con respecto del mes de agosto, promediando el 86% de los depósitos. De este modo se mantienen niveles históricamente elevados. (Banco Central de la Republica Argentina, 2023)

Esta suba se explica principalmente por el incremento en las tenencias de pases pasivos, LELIQ y títulos públicos para integración. En cuanto a la composición de los pasivos remunerados, en septiembre las LELIQ a 28 días de plazo representaron, en promedio, el 69,2% del total, incrementando su participación relativa respecto del mes previo. (Banco Central de la Republica Argentina, 2023)

Por otro lado, los pases pasivos a 1 día aumentaron su participación en el total de instrumentos, alcanzando una representatividad del 27,1%, tal como es ejemplificado en el cuadro subsiguiente del citado informe REM.

Prestamos en pesos al sector privado Cuadro 6

Niveles de liquidez en pesos y composicion de liquidez de entidades financieras



Fuente: BCBA

El sistema financiero argentino es aún incipiente y en líneas generales es estable pero se encuentra cada vez más regulado y apoyado en el financiamiento público y en pesos.

Esto puede resultar un grave problema futuro si existiera una pérdida de credibilidad e cumplimiento de pago del Estado Nacional con sus acreedores, siendo una posibilidad latente siempre considerable en el caso Argentino.

A fin de avanzar en la siguiente escala de análisis, si el sistema financiero argentino es cada vez más dominado por entes públicos, queda determinar cuál es la postura del poder ejecutivo y de los entes autárquicos públicos respecto a los instrumentos de inversión que están bajo análisis en el presente estudio de caso.

Para esto analizaremos las posturas del poder ejecutivo vigente del periodo bajo análisis, administración de Alberto Fernandez, luego del Banco Central de la República Argentina, La Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Capítulo III – Posición Poder Ejecutivo, BCRA, CNV Y BCBA

El poder ejecutivo justifica colocar y tomar medidas sobre este tipo de inversiones buscando promover una mayor “igualdad” en la gravabilidad de ganancia.

Indica que el uso de este tipo de instrumento, que según el criterio del poder ejecutivo, es que las personas humanas o jurídicas que acceden a este tipo de inversión gozan de una mayor capacidad económica para invertir en el mercado financiero que no la sociedad en general normalmente posee.

El informe de tratamiento fiscal bajo la gestión del ejecutivo sostiene en su epígrafe la siguiente afirmación:

“El tratamiento impositivo diferenciado para estos tipos de ingresos de las personas humanas y jurídicas implica inequidad, dado que son los ciudadanos y entes de ingresos elevados los que ostentan una mayor capacidad de acceso al mercado financiero que el promedio de la sociedad y son los que pueden destinar a inversiones financieras una mayor porción de su ingreso.” (Subsecretaria de Política Tributaria, 2017)

El Banco Central de la República Argentina asegura haber comprobado que algunas empresas estaban comprando estos instrumentos para mantener en sus portafolios de inversión de forma permanente y no para operarlos (ERREPAR, 2022)

Asimismo, detallan que eso ampliaba la demanda de este tipo de papeles y tenía un creciente costo cambiario por lo que también desde el ente mencionado, buscan desincentivar este tipo de inversiones.

Recordemos que, hoy en día, una gran parte de los bancos centrales son públicos, lo que significa que sus pérdidas y ganancias forman parte de las cuentas consolidadas de todo Estado Nacional.

Lo primero que debemos tener en cuenta es que el equilibrio financiero de un Estado depende de muchos otros factores, además de los ingresos y los gastos de un Gobierno.

Uno de ellos son las operaciones que realiza el banco central, las cuales, también, pueden tener un impacto positivo o negativo sobre las finanzas públicas. (Ministerio de Economía, 2022)

Cuando un banco central compra una divisa extranjera a un precio muy alto en los mercados internacionales y, posteriormente, revende ese stock de divisa en el mercado interno a precios más bajos, sufrirá una pérdida debido a la diferencia en los tipos de cambio. (Tesser, 2016) Esto consecuencia esto genera una salida de divisas para el BCRA el cual debe necesariamente financiarlas a través de emisión monetaria o emisión de deuda.

El Gobierno no consideró afrontar estos problemas aplicando una esterilización monetaria. En su lugar, aplicó políticas alternativas, como controles de precios y restricciones en los mercados de divisas; las cuales, en general, contaron con muy poco éxito. El objetivo era evitar la salida de stocks de divisas internacionales.

En conclusión, existe una clara postura del poder ejecutivo y del BCBA, ya que ambos, además de poseer mayor participación en la financiación de la deuda soberana y un sostenido déficit fiscal y cuasi fiscal, no desean fomentar el uso de los CEDEARS. Es por dicho motivo que existe una gravabilidad incrementada sobre el activo bursátil mencionado.

Sin embargo, es necesario determinar cuál es el impacto real de esta postura en la metodología de financiación propuesta a analizar y en el ente que opera los instrumentos bursátiles del estudio de caso.

Veremos a continuación que el impacto de la postura del gobierno federal es bastante menor al esperado y existe una serie de garantías dadas por el mismo sistema financiero y el ente de contralor de este sistema, la Comisión Nacional de Valores (CNV).

La Comisión Nacional de Valores como entidad autárquica es regulada por la Ley 26.834, posee facultades para autorizar la oferta pública, supervisar, regular, fiscalizar y sancionar a los participantes del mercado de valores.

La CNV cumple un rol clave para que el mercado de valores funcione correctamente, es necesario que este ente otorgue simetría de información, esto es, que todos los

participantes: tanto los vendedores como los compradores tengan la misma información sobre el objeto de negociación lo que permitirá la formación adecuada del precio. (Vazquez, 2008)

Esto permite tomar decisiones de inversión conociendo todas las variables que puedan influir en cada tipo de instrumento de inversión.

Sin embargo, el problema radica no en la disponibilidad de información, sino en los constantes cambios regulatorios en la operatoria en el mercado electrónico de valores (MAE). Principalmente a instrumentos bursátiles relacionados al dólar contado con liquidación (CCL) y dólar MEP.

Las medidas regulatorias contradicen la norma legal bajo la cual fueron emitidas y entran en conflicto generando confusiones para los usuarios financieros y está contradicción genera incertidumbre y dudas respecto al funcionamiento y accesibilidad de las inversiones.

La bolsa de comercio de Buenos Aires (BCBA) creó el Departamento de Pymes con el objetivo de difundir entre las empresas los instrumentos disponibles para financiarse en el mercado de capitales.

De esta manera, se reafirma la vocación de acercar cada vez más al sistema bursátil a un amplio sector empresario y proponer nuevas alternativas de financiamiento e inversión, es por esto que mencionamos que la postura público estatal posee una cierta disyuntiva respecto a este tema, ya que por un lado no fomenta el uso de estas herramientas pero por otro busca que crezca la participación de las empresas en el uso de la bolsa de valores. (Bolsas y Mercados Argentinos, 2024)

En conclusión, existe una postura institucional de los últimos dos entes mencionados que posee una mayor tendencia a permitir incluir a más empresas y en especial PyMes al mercado de valores y de capitales, aunque la modificación de normativa afecte su operatividad.

Capítulo IV – Acciones, CEDEARS, y Titulas Públicos

A fin de determinar si los instrumentos de estudio (acciones, CEDEARS y bonos) son solo inversiones financieras de corto plazo o, se tratan de herramienta de autofinanciación para las PyMes a mediano y largo plazo analizaremos cada uno de ellos.

Finalmente llegando al meollo del caso debemos conocer el funcionamiento de los instrumentos bajo estudio, por lo que, para avanzar en el análisis debemos necesariamente contestar las siguientes preguntas:

¿Cuáles son los requisitos técnicos solicitados por los entes de contralor para acceder a títulos públicos, acciones y CEDEARS?

Los requerimientos para poder acceder a comprar y vender CEDEARS, acciones y bonos son; en primer término, abrir y poseer una cuenta comitente o de inversión a través de un bróker financiero (entidad registrada en la CNV para realizar operaciones de compra y venta de instrumentos de inversión).

Seguidamente, solamente se puede acceder a la lista de CEDEARS, acciones y Bonos que la Comisión Nacional de valores (CNV) determina, autoriza y regula.

Fuera de estos dos requerimientos principales, no existe otro limitante para empezar a operar con estos instrumentos, por lo menos en primer término, ya que a partir de determinados volúmenes puede verse afectada la operatoria, pero no es el caso que aplica a este estudio de caso.

Independientemente de lo mencionado anteriormente, la tecnología digital ha permitido acercar el mercado de capitales a las Pymes, a pesar que sigue siendo bajo el porcentaje de Pymes que usan estas herramientas para invertir sus rendimientos operativos.

Dicho universo se encuentra en expansión y gracias a ello han aparecido varios brokers que han digitalizado las operaciones de compra venta y han facilitado enormemente el proceso administrativo relacionado a estos valores.

La operatoria del usuario a través de una interfaz con el mercado de valores resulta cada vez más accesible, algunos claros ejemplos de plataformas de inversión autorizadas por

la CNV son, Invertironline, Balanz, Binance, Bull Market Brokers, Cocos Capital, entre los principales.

En este caso de estudio, en particular por las tasas de comisiones y el tipo de gestión activa de la cartera de acciones, CEDEARS y bonos la empresa del análisis optó por utilizar la plataforma de Invertironline, la cual ofrece una comisión de mercado escalable según el volumen invertido y que se reduce a medida que se posee más inversiones en dicha plataforma.

Ante la existencia de una creciente tendencia de mayor acceso al mercado de valores debemos responder la pregunta final antes de entrar al análisis del estudio de caso; ¿Son las acciones, CEDEARS y títulos públicos sólo inversiones financieras de corto plazo o se puede considerar como una herramienta no tradicional de autofinanciación o guarda de valor para las PyMes a mediano y largo plazo?

En términos generales las acciones, CEDEARS y títulos públicos tienen un objetivo de inversión apuntado a obtener una rentabilidad real positiva en periodos no menores de 6 meses.

Se considera rentabilidad positiva en este estudio de caso, siempre y cuando los instrumentos de inversión seleccionados otorguen un rendimiento que permita superar la inflación, ya que de este modo en términos reales el valor del capital se mantendrá y se obtenga un beneficio real.

Sin embargo este tipo de instrumentos y en el caso argentino sufren de una elevada volatilidad y son calificados como instrumentos de inversión agresivos, que pueden generar rendimientos como pérdidas muy significativas en un corto plazo.

Por lo que es necesaria una gestión activa de estos valores para saber aprovechar los momentos indicados de compra o venta de activos bursátiles. En definitiva para analizar el resultado obtenido se deberá considerar que se cumpla la siguiente función;

Cotización al momento de venta + Dividendos obtenidos > Capital de Origen x Inflación acumulada + Costos de comisiones.

Esto permitirá identificar que el capital sigue manteniendo su valor en términos reales y en líneas generales afrontar los proyectos que la PyMe desea realizar en el mediano o largo plazo.

La conclusión de este apartado es que si bien los activos bursátiles del estudio de caso, se encuentran claramente encuadrados como instrumentos de inversión, una gestión de cartera activa que logre cumplir con la función previamente expuesta, tendrá como efecto secundario de ello, una mayor disponibilidad de capital y así indirectamente podría funcionar como una forma de autofinanciación.

Supuesto

Metodología de financiamiento no tradicional a través de resultados operativos obtenidos por un ente a lo largo de un periodo que pueden ser invertidos aprovechando los instrumentos de inversión habilitados en el mercado de capitales argentino y obtener un capital disponible mayor a la inflación y así financiar proyectos propios del ente en un plazo de 2 a 3 años.

Condiciones

Gestión activa de la cartera de valores con el respectivo seguimiento cercano de los balances para realización de análisis de los aspectos fundamentales de los entes que representan el título de valor en cartera de la empresa del estudio de caso, como también un seguimiento e interpretación del gráfico técnico del valor de mercado del subyacente.

Esto conlleva necesariamente a estar plenamente informado con los principales sucesos que afectan a los entes emisores de títulos y bonos en cartera.

Realizar el seguimiento y gestión de la documentación legal, impositiva y contable vigente para poder operar con las agencia de compensación y liquidación (bróker) de inversiones.

Seguimiento mensual cercano de la valuación de los activos en cartera para realizar su comparación a la inflación y medir su resultado para definir si corresponde realizar una rotación de cartera de activos.

Consideraciones

El riesgo es considerablemente elevado, ya que el tipo de inversión es del tipo agresivo. En el estudio de caso, en términos de tipo de composición de cartera, se observa que los instrumentos de renta variable obtienen más del 98 % del valor de la cartera y solo el 2% restante se trata de instrumentos de renta fija.

Posibilidad que dentro del rango analizado se vean que los títulos en cartera tengan valores más bajos al valor del capital ajustado por inflación o mismo el valor de compra inicial de estos.

Desregulación de determinados activos bursátiles que puede llevar a tener que liquidar los mismos previamente al tiempo de maduración necesario de los mismos.

Limitaciones

El componente impositivo puede resultar elevado independientemente que se pueda considerar que el pago es segmentado dentro del flujo de caja del ente representa un costo que hay que compararlo con el valor de los intereses que abonará un ente por la toma de instrumentos financieros como los préstamos.

Parte de la cartera de activos puede verse comprometido en cuanto a lo referido a tiempo de maduración de la inversión, lo que en cierto modo, condiciona el tiempo en el cual el ente del estudio de caso desea tener un rendimiento y el recupero del capital invertido.

Análisis de instrumentos seleccionados

El análisis de los instrumentos seleccionados permite identificar varias correlaciones que comparten los CEDEARS y las acciones ya que ambos son instrumentos categorizados como renta variable, se tratan de activos de riesgo moderado a alto, asimismo son inversiones que suelen estar orientadas a un perfil de inversor de moderado a agresivo por su elevada volatilidad y variables que pueden influir sobre estos.

Operar estos instrumentos requiere un conocimiento financiero y contable que permita realizar los análisis técnicos y fundamentales de los instrumentos seleccionados.

Cuando nos referimos al análisis de los aspectos fundamentales se orienta a calcular el valor real de estos instrumentos mediante los datos que se obtienen de los balances y el armado de ratios financieros contables, mientras que el aspecto técnico se enfoca en observar la cotización del instrumento, el volumen bursátil y el interés abierto de los mismos en el mercado bursátil, apoyando el análisis de los futuros.

Este tipo de análisis puede verse influenciado por la perspectiva del analista por lo que es fundamental poder diferenciar del análisis las impresiones subjetivas del mismo.

Los Títulos públicos argentinos seleccionados en el presente trabajo son considerados instrumentos de renta fija que poseen una cotización y son operables en el mercado secundario, estos títulos en el caso de Argentina son para perfiles de inversores muy agresivos.

Principalmente porque los bonos soberanos se encuentran directamente relacionados al riesgo país y la calificación del tipo de mercado de capitales del país que lo emite, en el caso del mercado argentino, el mismo se encuentra dentro del grupo calificado como “stand alone” que es la peor categoría crediticia internacional, la cual es comparable con países como Corea del Norte y Siria, estos factores tornan este tipo de inversión alto riesgo, y desde una perspectiva de cotización bursátil no es un valor normal en este tipo de instrumento.

El elevado riesgo del tipo de instrumento lleva a que el interés de los mismos sea elevado, en el caso de los títulos argentinos se encuentra en torno al 30% de interés anual en dólares.

A fin de tomar referencia de esta tasa podemos tomar el caso de Estados Unidos y los títulos del tesoro norteamericano que otorgan un rendimiento del 2% anual sobre el capital invertido, lo cual por su contraparte se trata del instrumento más sólido y seguro en el mercado de capitales más grande del mundo.

Concluyendo el análisis anterior, la cartera que el ente posee es de un perfil de inversión agresivo pero con un considerable potencial de crecimiento como también un elevado retorno en intereses en el caso de los títulos públicos.

La misma posee una composición promedio a lo largo del periodo analizado de un 33,81% en CEDEARS, 1,66% en Títulos Públicos y 64,52% acciones. Lo que representa que el ente durante el periodo se expuso en un 98,34% en títulos de renta variable y solo un 1,66% en renta fija.

Esto condice con la sensible situación política y económica del país, pues la empresa prefirió evitar una mayor exposición en los títulos soberanos de Argentina y tomó mayor riesgo con las acciones y CEDEARS, es decir invertir en empresas locales y externas a través del mercado bursátil local.

Esta decisión se debe principalmente a que los últimos instrumentos mencionados se encuentran considerablemente subvaluados en el caso de las acciones y en el caso de los CEDEARS la cotización del dólar contado con liquidación que poseía un valor de mercado que empezaba a generar una brecha cambiaria respecto al valor oficial del dólar que se encuentra regulado por el mismo Estado Nacional.

A modo de ejemplificar lo anteriormente mencionado a través de un claro caso representativo es la acción de YPF cuya valuación bursátil llegó a tocar el 03 de marzo de 2021 el valor de 794,05 por acción, cuando el análisis fundamental del balance de dicho trimestre mostraba un valor por acción de no menos de 1.690,50 pesos, un diferencia de 212,56%.

Esta valuación se debía a que durante dicho periodo se consideraba que YPF estaba ante serias posibilidades de un default de deuda que finalmente no se dio, citando la noticia informada por Infobae “La petrolera privada YPF cuyo mayor accionista es el Estado nacional comunicó formalmente el cierre del canje de deuda por el que evitó caer en default y logró despejar un horizonte que solo para este mes le significaba enfrentar un vencimiento de 413 millones de dólares. (2021)

Es por todos los motivos enumerados precedentemente que el ente consideró invertir en empresas privadas con oferta pública de títulos y en menor medida en bonos soberanos atados a la evolución de la deuda soberana argentina.

Apartado Análisis impositivo de instrumentos financieros de estudio

Tratamiento impositivo CEDEARs

Impuestos a las ganancias y bienes personales

La fuente de las ganancias provenientes por la tenencia y enajenación de los CEDEARs se encuentra definida en el segundo párrafo del artículo 7 de la Ley del Impuesto a las Ganancias, la cual establece que los resultados provenientes de;

“Los valores representativos o certificados de depósito de acciones y de demás valores, se considerarán de fuente argentina cuando el emisor de las acciones y de los demás valores se encuentre domiciliado, constituido o radicado en la Republica Argentina, cualquiera fuera la entidad emisora de los certificados, el lugar de emisión de estos últimos o el de depósito de tales acciones y demás valores.”.

Por consiguiente, a los fines de determinar si generan renta de fuente argentina o extranjera para el impuesto a las ganancias, lo importante es el lugar de la radicación y/o constitución del emisor de las acciones que constituyen el activo subyacente del certificado.

En el caso de los CEDEARs el activo subyacente corresponde a una sociedad constituida en el exterior y será considerado de renta de fuente extranjera.

Respecto al tributo de bienes personales el mismo no posee un criterio especificado pero su tratamiento puede ser encuadrable en el de bienes situados en el exterior ya que la jurisprudencia y normativa de impuestos similares le otorga el mismo tipo de tratamiento que el impuesto a las ganancias, esto lo establece bajo los criterios del Art 23 inc. C de la Ley de del impuesto a bienes personales por lo que la tenencia activa de CEDEARS quedan encuadrados dentro del tributo

Los dividendos distribuidos por empresas que cotizan con el activo subyacente CEDEARS se consideran al tipo de cambio comprador BNA divisa del momento de la puesta a disposición, gravándose el rendimiento. La enajenación del CEDEARS resulta exenta por aplicación del artículo 26 inciso u) de la Ley de Impuesto a las Ganancias.

Todo lo mencionado anteriormente se puede simplificar en el subsiguiente cuadro:

Encuadre impositivo CEDEAR Cuadro 7

Activo Financiero	Tratamiento Ganacias		Tratamiento Bienes Personales
	Dividendos	Enajenacion	
CEDEAR	Gravado a escala	Exento	Gravado

Fuente: Elaboracion Propia

Impuesto a los ingresos brutos e IVA y tasas de mercado

El marco normativo que aplica a los CEDEARS respecto a los tributos de IVA e ingresos brutos se encuentra exclusivamente limitado a gravar las comisiones aplicadas por el bróker pues es el único servicio que puede considerarse que posee valor agregado y se genera un ingreso bruto por una actividad la cual queda grabado sobre el operador (bróker) y exclusivamente sobre la base de comisiones que percibe el operador, consiguientemente operar en el mercado bursátil requiere abonar una tasa que grava en un 0,1% la base imponible de la comisión del bróker. Ejemplo práctico de este encuadre impositivo.

Se realiza la compra de 100 títulos CEDEARS valuados a 50 pesos c/u nos dará la tenencia de un valor bursátil por 5.000 el cual por ejecutar su compra tendrá una comisión en este estudio de caso del 0,50%, siendo 250 pesos la base imponible de IVA (Alícuota 21%) dará 52,50 pesos y el pago de tasa del 0.01% de 2,5 pesos.

Ejemplo Encuadre impositivo CEDEAR Cuadro 8

TITULO	CANTIDADES	VALOR UNITARIO	TENENCIA	COMISION	IVA (21%)	TASA
CEDEAR	50,00	100,00	5.000,00	250,00	52,50	2,50

Fuente: Elaboracion Propia

Tratamiento impositivo acciones

Impuestos a las ganancias y bienes personales

Las acciones operadas bajo ley nacional y que cotizan en la BCBA y reguladas por la CNV se encuentran exentas del pago de ganancias por su enajenación, nuevamente la fuente de las ganancias provenientes por la tenencia y enajenación de acciones se encuentra definida en el segundo párrafo del artículo 7 de la Ley del Impuesto a las Ganancias, entendiendo que en este caso los títulos emitidos por empresas que poseen origen en Argentina se encuadran como una renta nacional local.

Respecto al tributo de bienes personales se rige bajo el criterio de la mencionada jurisprudencia y normativa de impuestos similares lo que les otorga el mismo tipo de tratamiento que se les da en el impuesto a las ganancias, establecido bajo los criterios del Art 23 inc. C de la Ley de del impuesto a bienes personales por lo que la tenencia activa de acciones quedan encuadrados como un bien local por lo que al tratarse de bien dentro de la jurisdicción nacional estará exento.

Los rendimientos distribuidos por empresas locales que cotizan con el activo subyacente denominado “acciones” encontrarán grabado su rendimiento. La enajenación de las acciones resulta exenta por aplicación del artículo 26 inciso u) de la Ley de Impuesto a las Ganancias. Todo lo mencionado anteriormente se puede simplificar en el subsiguiente cuadro;

Encuadre impositivo Acciones Cuadro 9

Activo Financiero	Tratamiento Ganacias		Tratamiento Bienes Personales
	Dividendos	Enajenación	
Acciones	Gravado al 7% (1)	Exento	Exento

(1) Modificación art 7 Ley 27.630 modificación sobre LIG art 97

Fuente: Elaboración Propia

Impuesto a los ingresos brutos e IVA y tasas de mercado

Aplica el mismo criterio explicado para el caso de los CEDEARS ya que la operación es la misma independientemente del título operado.

Tratamiento impositivo bonos soberanos

Mientras que los bonos soberanos que operan bajo ley local al momento de la venta u obtención de rendimientos por amortizaciones del título quedarán grabados en un 5% como títulos de renta local.

Impuestos a las ganancias y bienes personales

Según el texto Ley 23.260, art. 1, pto. 6, apart. d) (B.O.: 11/10/85). Los títulos, bonos y demás títulos valores emitidos por la Nación, las provincias, las municipalidades y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y CEDROS se encuentran exentos de abonar ganancias y bienes personales en cualquiera de sus operaciones bursátiles

Impuesto a los ingresos brutos e IVA y tasas de mercado

Aplica el mismo criterio explicado para el caso de los CEDEARS ya que la operación es la misma independientemente del título operado.

Encuadre impositivo Bonos Soberanos Cuadro 10

Activo Financiero Tipo de activo	Tratamiento Ganacias		Tratamiento Bienes Personales
	Dividendos	Enajenacion	
Bonos estado Argentino en pesos / USD	Exento (2)	Exento	Exento

(2) Según el artículo 26 inciso u) para el período fiscal 2023 el resultado de la compraventa estará exento en la medida que coticen en bolsas o mercados de valores

Fuente: Elaboracion Propia

Consideraciones del efecto impositivo de los instrumentos de inversión del caso

Resulta necesario considerar que existe un efecto impositivo sobre las operaciones de estos títulos de inversión bursátiles que deberá valorarse al momento de realizar las correspondientes declaraciones juradas y comprender su participación en la carga impositiva que soportara el ente al momento de cumplir con sus obligaciones fiscales. A fin de exponer un resumen de los instrumentos y su tratamiento impositivo se adjunta el anexo I “Tabla FACPCE” elaborado lo FACPCE para facilitar el encuadre impositivo de los instrumentos.

Análisis de rendimiento de los instrumentos

A fin de poder visualizar de forma clara y diferenciada el aspecto financiero y económico de los resultados obtenidos por el ente, se plantean dos cuadros que diferencian los resultados.

El cuadro expuesto en primer término será el cuadro económico, ya que sobre este es posible analizar que se haya cumplido la regla de rendimiento necesario para validar o no que haya existido una ganancia de capital que supere el efecto inflacionario, según la fórmula presentada en el presente trabajo;

$$\text{“Ventas} + \text{Dividendos} > \text{Capital de Origen (compra)} \times \text{Índice de Inflación acumulado} + \text{Costos de comisiones”}$$

Resumen resultado economico Cuadro 11

Tipo de activo bursatil 	Venta	Dividendos	Compra inicial	Compras ajustadas por Inflacion	Comisiones	Resultado Economico
ACCIONES	153.140.242,73	2.396.890,78	56.867.168,85	111.240.340,02	934.323,53	43.362.469,96
CEDEARS	72.549.346,52	416.942,87	38.845.294,38	67.745.681,09	523.294,30	4.697.314,01
BONOS	43.914.220,44	-	31.937.346,71	35.234.419,71	1.976.189,28	6.703.611,44
Total general	269.603.809,68	2.813.833,66	127.649.809,94	214.220.440,82	3.433.807,11	54.763.395,41

Fuente: Elaboracion Propia

El cuadro expuesto permite identificar que los instrumentos de inversión han obtenido un resultado positivo y cada uno de estos activos bursátiles superó el efecto inflacionario del capital inicial invertido dentro del periodo bajo análisis.

Las acciones respecto al capital inicial invertido han dejado un margen de 76,25%, los bonos en segundo término han rendido un 20,99% y finalmente los CEDEARS un 12,09% respectivamente.

Esto permite identificar que el activo bursátil con mayor rendimiento fueron las acciones, las cuales aportaron un 79,2% del resultado económico, luego los bonos un 12,2% y finalmente los CEDEARS quienes en último término aportaron un 8,6% del resultado económico obtenido.

Concluyendo que la disponibilidad final de capital cumple con la regla establecida en la fórmula utilizada en el estudio de caso, la cual indica que si su condición se cumplía, el ente obtenía un rendimiento positivo de la inversión, cuyo efecto principal es una mayor disponibilidad de capital final.

Considerando lo expuesto anteriormente para realizar una visualización más clara del capital final disponible se procede a realizar el análisis del análisis financiero del periodo, ya que esto permite cuantificar la disponibilidad neta final del ente.

Resumen resultado financiero Cuadro 12

Tipo de activo bursatil ☐	Venta	Dividendos	Compra inicial	Comisiones	Resultado Financiero
ACCIONES	153.140.242,73	2.396.890,78	56.867.168,85	934.323,53	97.735.641,13
CEDEARS	72.549.346,52	416.942,87	38.845.294,38	523.294,30	33.597.700,71
BONOS	43.914.220,44	-	31.937.346,71	1.976.189,28	10.000.684,44
Total general	269.603.809,68	2.813.833,66	127.649.809,94	3.433.807,11	141.334.026,29

Fuente: Elaboracion Propia

El cuadro expuesto permite identificar que el ente durante el periodo de análisis colocó 127.649.809,94 pesos de capital original y obtuvo al final del periodo 272.417.643,34 pesos (Ventas + Dividendos), lo que refleja un rendimiento de 141.334.026,29 pesos sobre el capital inicial, permitiendo al ente de disponer de un 113,41% de fondos para aplicar al giro del negocio y proyectos de inversión.

Evidencias

La principal evidencia del cumplimiento del objetivo del estudio de caso es convalidar si existe efectivamente o no un rendimiento real positivo, es decir un rendimiento que logre superar la inflación del periodo analizado y respete la fórmula propuesta

“Ventas + Dividendos > Capital de Origen (compra) x Índice de Inflación acumulado + Costos de comisiones”

La fórmula condicional para verificar un rendimiento real positivo se ha cumplido para la Pyme de este estudio de caso.

Conclusiones

El presente estudio de caso muestra que dentro del contexto económico argentino que abarca el periodo del 06/2021 a 12/2023 el tipo de herramienta de autofinanciación no convencional resultó exitoso en mayor y menor medida según el activo bursátil.

Si bien esta herramienta en su totalidad permitió al ente mantener un considerable resguardo de sus resultados, al evaluar en detalle el rendimiento de cada uno de los instrumentos varios de ellos no han cumplido con la regla necesaria que establecer la formula condicional indicada. El detalle es adjuntado en el anexo II cartera de activos bursátiles para una visualización más clara de lo mencionado.

Los fondos obtenidos permitieron realizar una distribución de utilidades dentro del periodo de estudio y permitió la autofinanciación del proyecto de e-commerce y centro de distribución logístico del ente.

El capital de trabajo del ente durante el periodo no se vio comprometido y durante todo momento fue positivo. Si bien los resultados de las inversiones hubiesen permitido cubrir el flujo de caja, en este aspecto el ente no tuvo necesidad de hacerlo.

Resulta evidente que se requiere un conocimiento considerable y un equipo para realizar la gestión de activos de este tipo de instrumentos y nuevamente aclarar que como inversor de estos instrumentos hay que ser consciente del riesgo del tipo de inversión.

Existe un riesgo inherente al cumplimiento necesario de la fórmula y la obtención de un rédito que convalide el mismo como método de cobertura o alternativa de autofinanciación no regular y si bien en este estudio de caso observamos que la herramienta fue exitosa para dentro del plazo que el ente necesito, el uso la misma puede potencialmente no ser acorde a los tiempos y necesidades específicas que tengan otras PyMes.

Bibliografía

Administración Federal de Ingresos Públicos. (10 de 06 de 2024). *Beneficios de obtener el Certificado MiPyME*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/noticias/beneficios-de-obtener-el-certificado-mipyme>

Administración Federal de Ingresos Públicos. (08 de 05 de 2024). *Certificado MyPyme*. Obtenido de <https://servicioscf.afip.gob.ar/publico/sitio/contenido/novedad/ver.aspx?id=3202>

Aires, B. d. (30 de 06 de 2024). *La bolsa Inicio*. Obtenido de La bolsa Inicio: <https://www.labolsa.com.ar/>

Angel, R. (2007). *El mercado de capitales como alternativa de inversión*. Merida: Vision Gerencial.

Balanz. (28 de 3 de 2022). *¿Qué es un ALyC?* Obtenido de <https://balanz.com/balanz-university/que-es-un-alyc/>

Balanz. (18 de 05 de 2023). *¿Qué son los CEDEARs y cómo funcionan?* Obtenido de <https://balanz.com/balanz-university/que-son-los-cedears-y-como-funcionan/>

Balanz. (14 de 03 de 2024). *¿Qué son las Leliqs en economía?* Obtenido de <https://balanz.com/balanz-university/aprende-todo-sobre-las-leliqs-que-son-como-es-su-funcionamiento-y-como-comprarlas-descubri-lo-que-tenes-que-saber-sobre-las-leliqs-en-esta-nota/>

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA. (1 de 02 de 2024). *BBVA Trader: Análisis fundamental vs análisis técnico*. Obtenido de <https://www.bbva.com/es/salud-financiera/ventajas-y-desventajas-de-invertir-en-bienes-raices/>

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA. (15 de 04 de 2024). *Desmutualización de las bolsas*. Obtenido de <https://www.bbva.es/diccionario-economico/d/desmutualizacion-de-las-bolsas.html>

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA. (21 de 03 de 2024). *Qué son las acciones, cómo funcionan y cuál es su origen histórico*. Obtenido de <https://www.bbva.com/es/salud-financiera/que-son-las-acciones-como-funcionan-y-cual-es-su-origen-historico/>

Banco Central de la Republica Argentina. (31 de 07 de 2022). *Informe de Política Monetaria*. Obtenido de <https://www.bcra.gob.ar/PoliticaMonetaria/IPOM0719.asp>

Banco Central de la Republica Argentina. (31 de 12 de 2023). *Informe estabilidad financiera*. Obtenido de [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/ief0223.pdf](https://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/ief0223.pdf)

Banco Central de la Republica Argentina. (15 de 8 de 2023). *Informe Monetario Mensual*. Obtenido de <https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/IMM0423.asp>

Banco Comafi. (2022). *El mapa empresarial de una pais donde las PyMes son las grandes empleadoras*. CABA: Comafi Bursatil.

Barreda, M. (2010). *Fuentes de financiamiento para PyMes: Posibilidad de apertura al mercado de capitales*. Bahia Blanca: Universidad Nacional del Sur.

Bebczuk, R. (2010). *Acceso al financiamiento de las PYMES en Argentina: estado de situación y propuestas de política*. La Plata: Cepal.

Bolsa de comercio de Buenos Aires. (25 de 06 de 2024). *Educacion Financiera*. Obtenido de <https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (30 de 06 de 2024). *Instrumentos*. Obtenido de [Instrumentos: https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/financiarse/pymes/instrumentos/](https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/financiarse/pymes/instrumentos/)

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (30 de 06 de 2024). *La bolsa inicio*. Obtenido de La bolsa inicio: <https://www.labolsa.com.ar/>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (30 de 05 de 2024). *Títulos públicos*. Obtenido de <https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/titulos-publicos/>

Bolsas y Mercados Argentinos. (14 de 05 de 2024). *¿Que es BYMA?* Obtenido de <https://www.byma.com.ar/noticias/que-es-byma/>

Brunori, G. G. (2015). *El mercado de capitales alternativas financieras no tradicionales*. Cordoba: Instituto Universitario Aeronautico.

Buscaglia, M. (05 de 11 de 2023). ¿Qué pasará con la economía si Massa es elegido presidente? *La Nacion*, pág. 3.

Caldentey, E. P. (2018). *La inclusion financiera para la insercion productiva y el papel de la banca de desarrollo*. Santiago de Chile: CEPAL.

Comision Nacional de Valores. (2022). *Guia PyMe para el acceso al mercado de capitales*. CABA: Presidencia de la Nacion.

Comision Nacional de Valores. (20 de 05 de 2024). *Preguntas frecuentes CNV PyME*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/cnv/pymes-en-el-mercado-de-capitales/preguntas-frecuentes>

Comision Nacional de Valores. (20 de 06 de 2024). *Quienes Somos CNV*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/cnv/institucional/quienes-somos>

Comision Nacional de Valores. (30 de 06 de 2024). *Requisitos MyPyme CNV*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/cnv/pymes-en-el-mercado-de-capitales/requisitos-y-beneficios>

Dapena, J. P. (2009). *Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: literatura y evidencia para Argentina*. CABA: Universidad del CEMA.

D'attellis, A. (2014). *Introduccion al mercado de capitales en la argentina*. Moreno: Universidad Nacional de Moreno.

Economic, V. (Dirección). (2024). *¿El jaque de la jerarquía del dólar estadounidense?* [Película].

El País. (13 de 08 de 2019). *CincoDías*. Obtenido de La victoria del peronismo provoca un lunes negro en los mercados de Argentina: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/08/12/economia/1565596168_356342.html

ERREPAR. (22 de 7 de 2022). *Incluyen a los Cedears en el cómputo del límite que tienen las empresas para al mercado oficial de cambios*. Obtenido de <https://blog.errepar.com/incluyen-a-cedears-computo-limite-tienen-las-empresas-para-mercado-oficial-cambios/>

Gimenez, J. (20 de 04 de 2022). Cómo afecta la guerra en Ucrania a la economía mundial y qué efectos tiene en la Argentina. *Chequeado*, pág. 3.

Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. (01 de 12 de 2023). *TEA y TNA ¿Qué son?* Obtenido de <https://buenosaires.gob.ar/que-puedo-hacer-con-mi-dinero/tea-y-tna-que-son>

INDEC. (27 de 6 de 2023). *Las PyMEs argentinas y puestos de trabajo*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/noticias/las-pymes-argentinas-generaron-140000-puestos-de-trabajo-en-el-primer-trimestre>

Infoleg. (27 de 12 de 2012). *Ley de mercado de capitales*. Obtenido de <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/205000-209999/206592/texact.htm>

Ministerio de Economía. (31 de 01 de 2022). *El sistema presupuestario en la administración federal de la República Argentina*. Obtenido de El sistema presupuestario en la administración federal de la República Argentina: chrome-extension://efaidnbmninnibpcjpcglclefindmkaj/https://www.economia.gob.ar/onp/documentos/manuales/el_sistema_presupuestario_publico.pdf

Ministerio de economía. (15 de 05 de 2024). *Ques es una PyMe*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/produccion/registrar-una-pyme/que-es-una-pyme>

Ministerio de Hacienda. (2023). *Estrategia nacional de inclusion financiera 2020 a 2023*. CABA: Presidencia de la Nacion.

Ortega, N. I. (2020). *Evolución de la financiación de las pymes. Análisis en tiempos de crisis económica*. Bogota: Empresa y sociedad.

Pantanelli, S. M. (2019). *Análisis Fundamental: Estrategias para invertir en el Mercado Argentino*. CABA: Vergara.

Parra, D. (2019). *Alternativas de inversión: Cómo ganar en la bolsa y mercado de valores*. CABA: Crea Libros.

Publicaciones Tecnicas Profesionales SL. (15 de 05 de 2024). *Estrategias de Inversion*. Obtenido de <https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/mercados/bolsa-de-nueva-york-t-1352>

Roldan, P. N. (1 de 1 de 2024). *Monopolio: Qué es, características y ejemplos*. Madrid: Economipedia. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/monopolio.html>

Roldan, P. N. (2024). *Oligopolio: Qué es, características y ejemplos*. Madrid: Economipedia.

Subsecretaria de Politica Trobutaria. (30 de 12 de 2017). *La Renta Financiera en el Impuesto a las Ganancias a partir de la Reforma Tributaria de la Ley N° 27.430* . Obtenido de [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/renta_financiera_20-09-2019_vigente_publicado.pdf](https://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/renta_financiera_20-09-2019_vigente_publicado.pdf)

Tavares, H. (2008). *La Bolsa en el año 2008*. CABA: Consejo Profesional de Ciencias Economicas CABA.

Tejeda, A. (2022). *Ucrania-Rusia: efectos sobre los mercados internacionales y el agro argentino*. Rosario: Bolsa de cereales.

Tesser, G. (2016). 10 preguntas para entender las variaciones del tipo de cambio. *Observatorio economico UNR*, 6.

Vazquez, G. (2008). *El rol de la Comisión Nacional de Valores y del Ministerio Público Fiscal en la defensa de la transparencia del mercado de valores negociables*. CABA: SAIJ.

Wende, P. (12 de 08 de 2020). Por qué las acciones argentinas que cotizan en Nueva York consolidan su racha bajista. *Infobae Mercados emergentes*, pág. 3.

Anexos

Anexo I - Tabla FACPE

MES	FACPE	Confidencias Mensuales	Origen de Compra 06/2021	Origen de Compra 03/2022	Origen de Compra 01/2023	Origen de Compra 02/2023	Origen de Compra 03/2023	Origen de Compra 04/2023	Origen de Compra 05/2023	Origen de Compra 06/2023	Origen de Compra 07/2023	Origen de Compra 08/2023	Origen de Compra 09/2023	Origen de Compra 10/2023	Origen de Compra 11/2023	Origen de Compra 12/2023
ene-21	401,5071															
feb-21	415,8895															
mar-21	435,8657															
abr-21	453,6503															
may-21	468,7250															
jun-21	483,6949	0,00%														
jul-21	498,0987	3,00%														
ago-21	510,3942	2,47%	5,54%													
sep-21	528,4868	3,53%	9,28%													
oct-21	547,0802	3,52%	13,13%													
nov-21	560,9184	2,53%	15,99%													
dic-21	582,4575	3,84%	20,44%													
ene-22	605,0317	3,88%	25,11%													
feb-22	633,4341	4,69%	30,98%													
mar-22	676,0566	6,73%	39,80%	0,00%												
abr-22	716,9399	6,05%	48,25%													
may-22	753,1470	5,05%	55,74%	11,40%												
jun-22	793,0278	5,30%	63,98%	17,30%												
jul-22	851,7610	7,41%	76,13%	25,99%												
ago-22	911,1316	6,97%	88,40%	34,77%												
sep-22	967,3076	6,17%	100,02%	43,08%												
oct-22	1028,7060	6,35%	112,72%	52,18%												
nov-22	1079,2787	4,92%	123,17%	59,64%												
dic-22	1134,5875	5,12%	134,61%	67,82%												
ene-23	1202,9790	6,03%	148,75%	77,94%	0,00%											
feb-23	1282,7091	6,63%	165,24%	86,73%	6,63%	0,00%										
mar-23	1381,1601	7,68%	185,60%	104,30%	14,81%	7,68%										
abr-23	1497,2147	8,40%	209,59%	121,46%	24,46%	16,72%	8,40%	0,00%								
may-23	1613,5895	7,77%	233,66%	138,68%	34,13%	25,80%	16,83%	7,77%	0,00%							
jun-23	1709,6115	5,95%	253,51%	152,88%	42,11%	33,28%	23,78%	14,19%	5,95%							
jul-23	1818,0838	6,34%	275,94%	168,92%	51,13%	41,74%	31,63%	21,40%	12,67%	6,34%	0,00%					
ago-23	2044,2832	12,44%	322,72%	202,38%	69,94%	59,37%	48,01%	36,54%	26,69%	19,58%	12,44%	0,00%				
sep-23	2304,9242	12,75%	376,61%	240,94%	91,60%	79,69%	66,88%	53,95%	42,84%	34,82%	26,78%	12,75%	0,00%			
oct-23	2496,2730	8,30%	416,18%	269,24%	107,51%	94,61%	80,74%	66,73%	54,70%	46,01%	37,30%	22,11%	8,30%	0,00%		
nov-23	2816,0628	12,81%	482,31%	316,54%	134,09%	119,54%	103,89%	88,09%	74,52%	64,72%	54,89%	37,75%	22,18%	12,81%	0,00%	
dic-23	3533,1922	25,47%	630,59%	422,62%	193,70%	175,45%	155,81%	135,98%	118,96%	106,67%	94,34%	72,83%	53,29%	41,54%	25,47%	0,00%

Anexo II - Cartera detallada de activos bursátiles

Título	Venta	Dividendos	Compra inicial	Compra Ajustada por inflación	Comisiones	Resultado Económico	Resultado Financiero
CEDEAR FACEBOOK, INC.	1.402.243,00	0,00	497.352,00	1.101.430,27	15.733,89	285.060,84	889.159,11
BM	3.072.613,00	101.561,69	1.979.734,30	5.346.276,66	28.247,36	-200.349,34	3.166.172,82
AIRBNB, Inc.	324.901,30	0,00	224.819,00	239.719,37	2.630,93	82.551,20	97.451,37
ALIBABA GROUP	1.525.440,00	0,00	499.059,50	1.509.073,28	13.443,51	2.923,21	1.012.936,99
AMBEV CERVECERIA	4.054.029,00	0,00	2.288.701,00	4.372.405,32	25.561,09	-343.937,41	1.739.766,91
American Airlines Group	1.676.325,00	0,00	993.475,00	1.470.462,59	10.593,77	195.268,64	672.256,23
At&T	4.684.249,30	58.995,76	2.153.988,51	4.438.381,66	31.374,88	273.488,72	2.557.881,87
BANCO BRADESCO SA	3.123.352,30	27.366,23	936.238,49	2.383.973,55	16.108,43	750.634,74	2.198.371,81
BANCO MACRO	11.525.841,00	0,00	5.016.630,47	8.724.485,27	72.566,15	2.728.789,58	6.436.644,38
Barrick Gold	4.499.092,01	13.559,18	3.721.158,99	4.579.453,92	34.141,20	-100.945,93	757.351,00
BBVA BANCO FRANCES S.A.	10.591.564,30	0,00	4.066.833,03	9.274.407,98	65.360,80	1.251.795,52	6.459.370,47
Brl S.A.	1.630.490,46	0,00	881.694,50	1.044.371,59	13.229,31	572.889,56	735.566,63
CEDEAR BOEING CO	1.871.940,30	0,00	494.182,00	1.494.324,53	18.490,68	359.125,29	1.359.267,82
CEDEAR NETFLIX, INC	1.403.360,00	0,00	499.520,00	1.263.185,86	15.772,65	124.401,49	888.067,35
CEDEAR SHOPIFY INC.	1.685.935,03	0,00	693.361,93	1.652.976,85	18.603,20	14.355,00	973.969,92
CEDEAR SPOTIFY TECHNOLOGY	5.321.038,00	0,00	2.969.936,47	4.279.602,94	41.085,35	1.000.346,71	2.310.016,18
CENTRAL PUERTO S.A.	8.312.613,03	126.390,68	1.513.531,30	3.799.679,76	45.936,01	4.593.387,93	6.879.536,41
CITIGROUP	2.673.840,00	40.542,48	978.349,00	2.598.939,09	14.491,88	100.951,51	1.721.541,59
Cresud	9.499.998,76	443.955,10	3.259.871,64	6.695.363,80	59.246,79	3.191.343,27	6.626.835,43
Despegar	647.700,00	0,00	497.879,50	568.509,33	6.836,81	72.353,86	142.983,69
Eli Ark Innovation	3.061.461,00	0,00	2.148.381,00	3.013.341,71	20.672,64	27.446,65	892.407,36
Globant	3.035.257,00	0,00	1.428.967,00	3.296.363,24	26.541,09	1.712.352,68	3.579.728,92
GRUPO FINANCIERO GALICIA S.A.	26.699.761,86	344.102,43	14.271.904,11	19.156.015,27	169.711,21	7.718.137,82	12.602.248,98
Grupo Supervielle S.A.	16.992.484,10	0,00	6.079.623,51	10.873.634,86	97.728,55	6.021.120,69	10.815.130,04
IBM	1.586.451,50	9.625,03	985.029,50	1.344.950,23	10.203,62	240.922,68	600.843,41
IRISA INV. Y REPR. S.A. - ORD.1V	11.212.489,40	1.187.466,29	2.479.774,18	7.591.496,31	59.749,91	4.748.709,47	9.860.431,60
Ledesma	3.112.610,00	64.290,84	1.383.428,94	2.617.455,19	20.011,98	539.433,67	1.773.459,93
Loma Negra	7.663.722,00	228.685,45	3.349.521,58	7.348.870,74	49.725,02	493.811,69	4.493.160,85
Natura & Co Holdings	2.701.445,00	0,00	1.960.132,50	2.774.343,94	18.497,13	-91.398,06	722.815,37
Pan American Silver Corp	2.441.882,50	7.320,06	2.155.863,00	2.894.609,28	19.613,44	-465.020,15	273.726,12
Paypal Holdings INC	4.955.769,51	0,00	3.552.357,50	5.634.768,63	35.948,61	-714.947,73	1.367.463,40
Petroleo Brasileiro S.A.	1.910.852,00	98.789,62	1.365.486,00	1.813.849,77	14.952,38	180.839,47	629.203,24
S.A.SAN MIGUEL ORDOS B 1 VOTO E	13.526.158,45	0,00	3.481.854,92	9.482.331,02	76.946,54	3.966.880,89	9.967.356,99
TELECOM ESCRITURAL CLASE B 1 V	11.484.432,00	0,00	3.745.338,70	10.957.946,44	72.341,22	454.144,33	7.666.752,07
The Walt Disney Co	2.092.386,49	0,00	1.496.163,00	2.229.762,84	14.239,35	-131.615,71	581.984,14
Toyota Motors	1.608.163,30	0,00	982.602,00	1.341.635,75	12.245,36	254.282,39	613.316,14
Transportadora Gas Del Sud	1.623.149,00	0,00	986.504,07	1.152.518,53	13.601,40	457.029,07	623.043,53
UL CEDEAR UNILEVER	1.444.470,30	17.924,93	497.910,50	1.244.294,31	15.994,16	202.106,96	948.490,77
Verizon Communications	4.114.656,00	41.257,90	1.962.912,00	3.814.645,60	28.041,59	313.226,71	2.164.960,31
Y.P.F. ORDINARIAS "D"	20.895.418,80	0,00	7.232.350,40	13.566.134,86	131.397,95	7.197.885,99	13.531.670,43
DÓLAR MEP (AL30)	6.646.553,44	0,00	4.992.062,54	5.559.982,10	450.632,24	635.939,10	1.203.858,66
Lt. Rep Arg A Desc. Vt. 31/03/23 \$	5.730.659,00	0,00	4.999.954,13	5.740.530,09	21.568,52	-31.439,61	709.136,35
Bonos Rep. Arg. U\$S Step ...	31.537.008,00	0,00	21.945.330,04	23.933.907,51	1.503.988,53	6.099.111,96	8.087.689,43
Total general	269.603.809,68	2.813.833,66	127.649.809,94	214.220.440,82	3.433.807,11	54.763.395,41	141.334.026,29