

Este documento ha sido descargado de:
This document was downloaded from:



**Portal *de* Promoción y Difusión
Pública *del* Conocimiento
Académico y Científico**

<http://nulan.mdp.edu.ar> :: @NulanFCEyS



*Dr. (C.P.) Germán Blanco
Contador Público, Lic. en Administración,
Lic. en Economía (UNMdP), Mg. en Finanzas
(UTDT), Candidato a Dr. en Finanzas (UCEMA)*

*Dr. (C.P.) Mariano Morettini
Contador Público, Lic. en Administración,
Lic. en Economía (UNMdP)*

El mercado argentino de acciones

En noviembre de 2012 se sancionó la Ley 26.831, para modificar el esquema normativo de funcionamiento del mercado local de capitales (v.g. Ley 17.811 y Decreto 677/01). La nueva norma tiene como objetivos (i) una mayor regulación y fiscalización estatal de la oferta pública, (ii) la eliminación del anteriormente vigente esquema de autorregulación de mercados y mutualización de los mercados, bajo el cual los títulos públicos se negociaban en mercados garantizados y autocontrolados por sociedades anónimas, cuyos accionistas eran los únicos autorizados para intermediar en la compra venta de los mismos, (iii) la unificación de los trámites de autorización de cotización y oferta pública bajo la órbita de la Comisión Nacional de Valores, (iv) avanzar hacia la interconexión y federalización

de los distintos mercados distribuidos en el país. De acuerdo con la Comisión Nacional de Valores la nueva norma pretende “el desarrollo del Mercado de Capitales en forma equitativa, eficiente y transparente, protegiendo los intereses de público inversor, minimizando el riesgo sistémico y fomentando una sana y libre competencia”.¹ Sin intentar realizar un análisis de la conveniencia y del impacto de esta nueva normativa, ni del nivel de avance en su implementación, no puede discutirse que numerosas condiciones (macroeconómicas, impositivas, culturales, entre otras) determinan el bajo nivel de conocimiento y de utilización del mercado de capitales en general, y del mercado de acciones en particular, sea como instrumento de inversión, sea como instrumento de financiación.

Según información del Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC),² a octubre de 2014 un total de 101 empresas hacían cotización pública

de sus acciones, con un *free float* (porcentaje de las acciones que no se encuentran en poder del grupo controlante) del 32,9%. El valor de mercado de todas las acciones representaba a esa fecha el 128% del PBI, aunque cuando si se lo restringe a las empresas domésticas (esto es, excluyendo el valor de mercado de Tenaris, YPF, Banco Santander, Telefónica y Petróleo Brasileiro) se reduce al 17% del PBI. A modo comparativo, a fines de 2001 la capitalización bursátil total ascendía al 71% y al 12%, respectivamente.

En este artículo intentamos hacer una breve reseña histórica de los resultados de la utilización del mercado local de capitales como instrumento de ahorro, así como una breve descripción de la operatoria para acceder al mercado local de acciones.

El mercado local de acciones como instrumento de ahorro

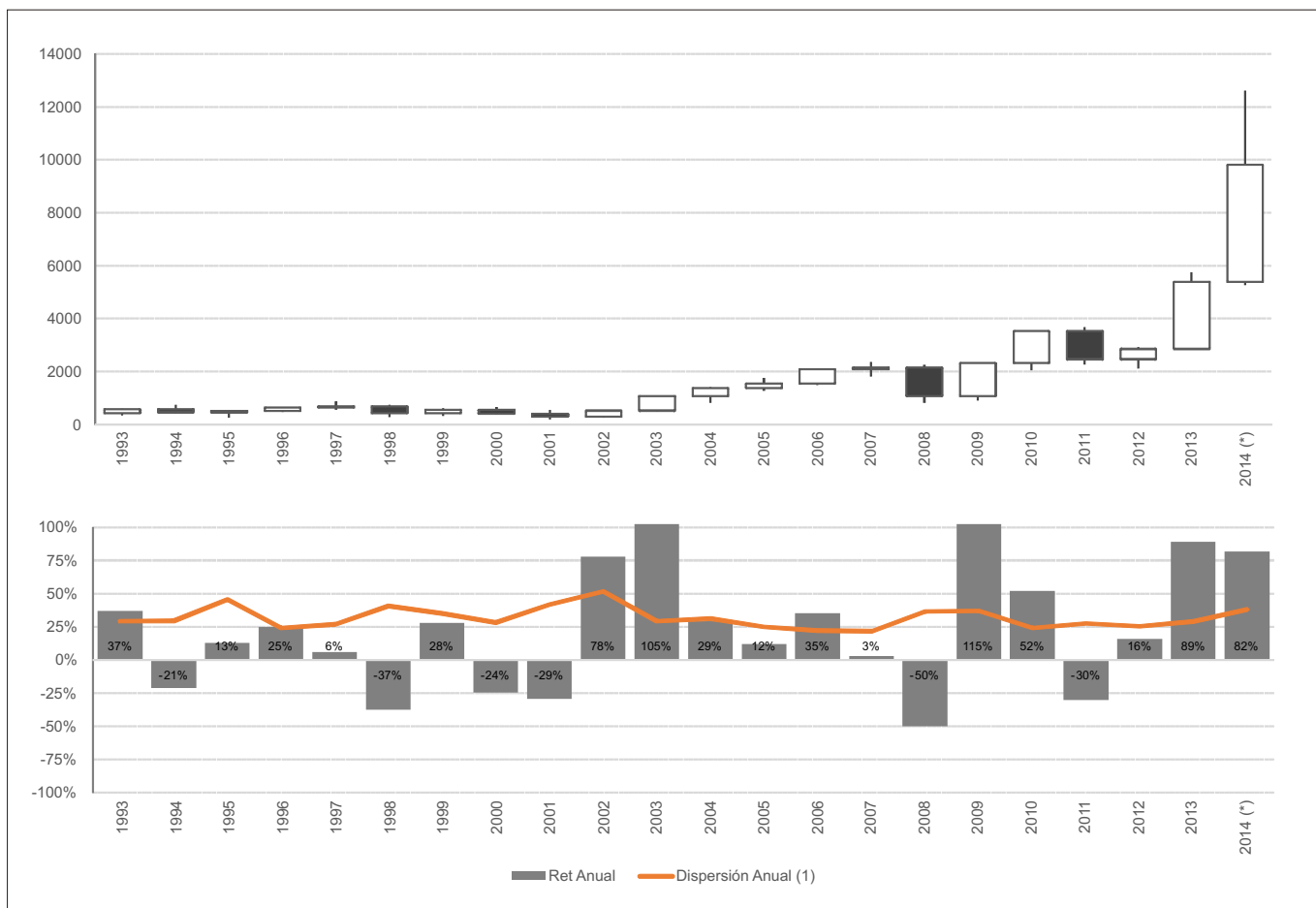
En el *Gráfico 1* a continuación se muestra el desempeño del Índice Merval, medido en pesos, entre el 1° de enero de 1993 (primer dato disponible en la página web de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires) y el 30 de noviembre de 2014 (el último mes completo disponible al momento de la redacción del presente). Dicho índice es un índice de precios tipo

Laspeyres, donde las ponderaciones se revisan trimestralmente sobre la base de las acciones con mayor volumen y número de operaciones negociadas en el semestre anterior. Con carácter ilustrativo, las “velas” blancas (negras)

indican que el precio de cierre fue mayor (menor) que el valor de apertura del respectivo del año. Las “mechas” superiores (inferiores) indican el máximo (mínimo) dentro de cada año. En forma correlacionada se representa el retorno

del promedio de acciones incluidas, simplemente como resultado entre el precio al cierre y al inicio. Asimismo, para tener una idea adicional del riesgo, se informa el desvío promedio en el retorno diario del índice.

Gráfico 1: Serie histórica Índice Merval (en pesos). Retornos y Dispersiones Anuales

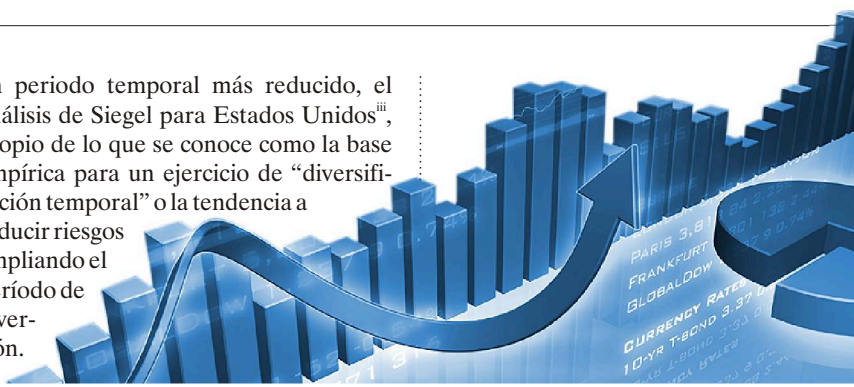


Fuente: Elaboración Propia en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires y IAMC. (*) Al 30 de Noviembre 2014 (1) Siguiendo la línea del IAMC, la Dispersión Anual se calculó como el promedio del desvío del retorno diario del Índice Merval anualizado.

Para todo el periodo considerado, el retorno promedio de la inversión en acciones fue del 24% anual, con un desvío promedio del 32%, lo que sintetiza la significativa volatilidad que como otras variables económicas, caracteriza a la economía argentina.

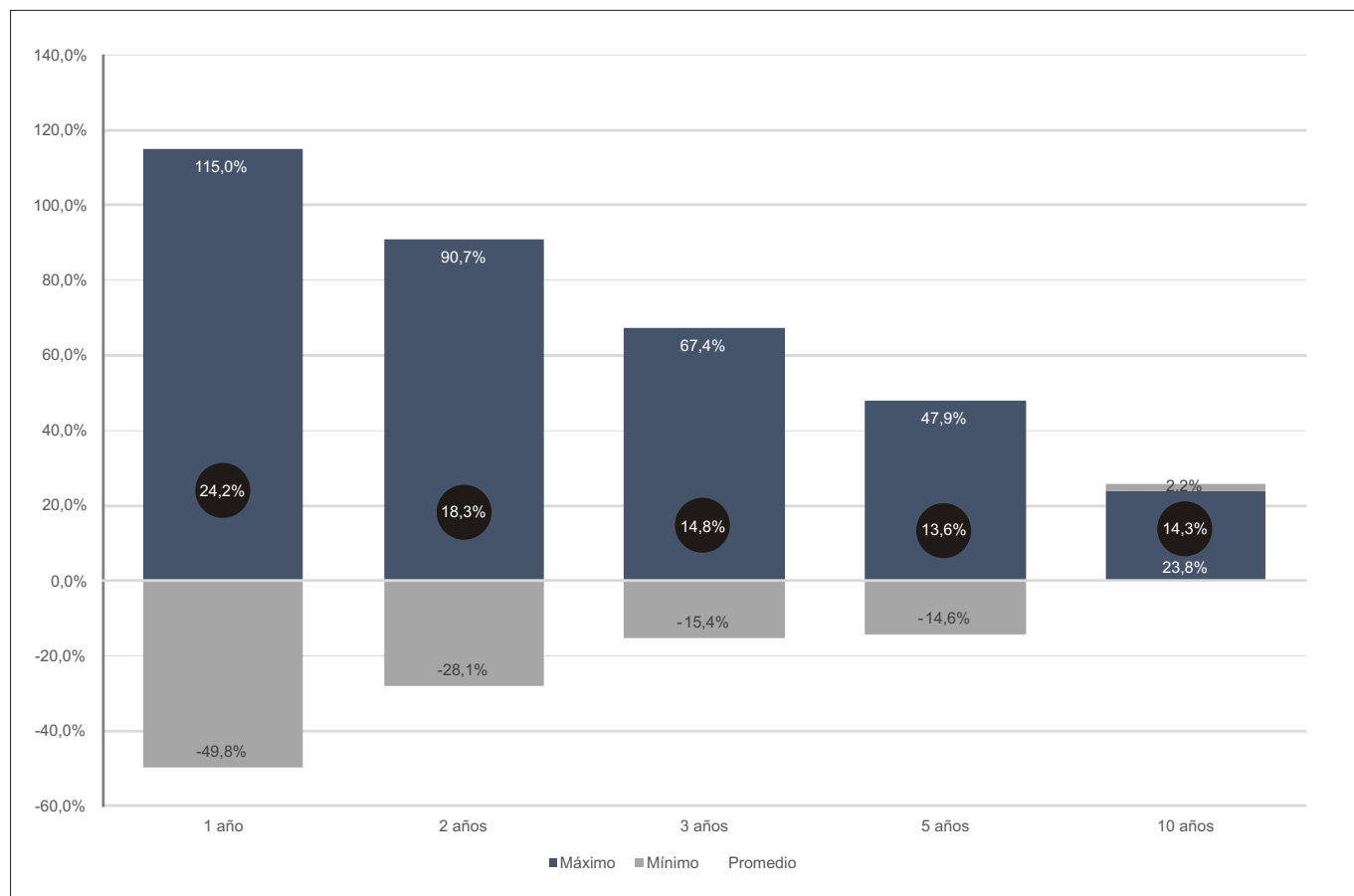
Sin perjuicio de lo anterior, a continuación se muestra en el Gráfico 2 los resultados de replicar para el caso de Argentina de manera simplificada y para

un periodo temporal más reducido, el análisis de Siegel para Estados Unidosⁱⁱⁱ, propio de lo que se conoce como la base empírica para un ejercicio de “diversificación temporal” o la tendencia a reducir riesgos ampliando el período de inversión.



—> EL MERCADO LOCAL de ACCIONES...

Gráfico 2: Retornos Anualizados para Distintos Periodos de Tenencia de un Portafolio de Acciones que Replica el Merval



Fuente: Elaboración Propia en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires y IAMC.

Como puede observarse, más allá de algunas cuestiones realizadas al propio estudio de Siegel^{iv}, cuanto más corto es el plazo por el que se decide invertir en acciones, aumentaron considerablemente las ganancias y pérdidas máximas, según el año en que se decida hacer la inversión inicial. Y a medida que se extiende el periodo de tenencia de un portafolio diversificado de acciones, si bien se redujo el retorno promedio observado para la muestra temporal analizada, también se redujo sustancialmente la posibilidad de perder el capital.

Breve esquema operatoria compra-venta de acciones

En la *Tabla 1* a continuación se describe sintéticamente la operatoria

para acceder a la compra de acciones en el mercado local, su posterior venta y transferencia del producido.

Tabla 1: Esquema Operatoria de Compra-Venta de Activos Bursátiles.

1. El INVERSOR procede a la apertura de una Cuenta Comitante en un AGENTE DE NEGOCIACION (anteriormente "agentes de bolsa")

En general, se requiere firmas de ciertos formularios y el aporte de documentación contable e impositiva que permita acreditar los movimientos de fondos.

2. El INVERSOR transfiere fondos para ser acreditados en la Cuenta Comitante abierta.

El INVERSOR puede:

- (i) Ordenar transferencia bancaria desde una caja de ahorro/cuenta corriente de su titularidad, a favor de una cuenta corriente bancaria del Agente de Negociación
- (ii) Endosar un cheque emitido a favor del Inversor, para ser depositado en una cuenta corriente bancaria del Agente de Negociación
- (iii) Endosar un Plazo Fijo Transferible Compensable, constituido por el INVERSOR, para ser depositado en una cuenta corriente bancaria del Agente de Negociación

3. El INVERSOR ordena al AGENTE DE NEGOCIACIÓN que aplique los fondos por su cuenta y orden para la compra de algún activo bursátil. El AGENTE DE NEGOCIACIÓN concerta la operación y cancela la misma, más los gastos, con los fondos disponibles

Los activos adquiridos quedan depositados en una cuenta registral abierta en Caja de Valores S.A., que se encarga de llevar y mantener la información de tenencias.

4. Posteriormente El INVERSOR ordena al AGENTE DE NEGOCIACIÓN que venda por su cuenta y orden algún activo bursátil. El AGENTE DE NEGOCIACIÓN concerta la operación y acredita el producido, neto de gastos, en la Cuenta Comitante

5. El INVERSOR ordena al AGENTE DE NEGOCIACIÓN que transfiera el saldo disponible en efectivo en la Cuenta Comitante

El AGENTE DE NEGOCIACIÓN puede:

- (i) Ordenar transferencia bancaria a una caja de ahorro/cuenta corriente de titularidad del INVERSOR
- (ii) Emitir hasta dos cheques por día, a la orden del INVERSOR.

Fuente: Elaboración propia en base a Circular 3524 del Mercado de Valores de Buenos Aires, Resoluciones Nro. 580 y 583 de la CNV.

En relación a lo anterior, es importante resaltar:

- Que el actual desarrollo de los sistemas de comunicación facilita el proceso de apertura de la Cuenta Comitante y negociación posterior, y de acuerdo con el Agente de Negociación, puede incluso arbitrarse mecanismos que posibilitan dar cumplimiento a la documentación en forma virtual (en su caso, incluyendo algún mecanismo de certificación de firmas bancarias). En algunos casos, se puede dar cumplimiento a través de formularios disponibles en la página web del Agente de Negociación.

- Que hay que diferenciar entre la Cuenta Comitante abierta en el Agente de Negociación elegido (que funciona como una cuenta corriente administrada por el mencionado agente, sin que tenga existencia concreta en una entidad financiera, en la que el Agente anotará créditos cuando el inversor transfiera fondos y enajene un activo bursátil y anotará débitos cuando le remita fondos al inversor, cancele compras realizadas por su cuenta y orden o perciba gastos de mantenimiento o similares), la (Sub) Cuenta Depositante abierta en el Agente de Custodia, Registro y Pago (para la mayor parte de las transacciones bursátiles Caja de Valores S.A., donde constara la titularidad y tenencia de los activos bursátiles que son de naturaleza registrables, y que periódicamente

remitirá información al titular de los movimientos y tenencias como forma de contralor de los registros suministrados por el Agente de Negociación) de la Cuenta Corriente Bancaria del Agente de Negociación elegido (que es una cuenta bancaria de titularidad del Agente, que goza de ciertos beneficios impositivos en tanto se encuentra específicamente vinculada con la negociación y liquidación de operaciones bursátiles, en la que se acreditan y debitan los fondos transferidos por y a los clientes y se utiliza para liquidar las operaciones realizadas por cuenta y orden de los mismos) y de la Cuenta Bancaria propia del inversor (donde en particular cabe mencionar la vigencia del sistema de retención del impuesto sobre los Ingresos Brutos dispuesto por ARBA, y en particular, la recientemente sancionada Resolución 30/14 que excluye los créditos provenientes de las operaciones sobre títulos y rentas).

- Que el Agente de Negociación emitirá y entregará por cada una de las operaciones comprobantes, sean estos recibos u órdenes de pago, constancias de la compra o venta, y que aunque los mismos se encuentran excluidos de la normativa general sobre emisión de comprobantes, cumplen con una serie de formalidades exigidas y controladas por el organismo que controla su funcionamiento (anteriormente, las auditorías del Mercado de Valores de Buenos Aires,

actualmente la CNV, sin perjuicio de controles de la AFIP y otros organismos tributarios).

- Que las operaciones pueden realizarse bajo dos modalidades: en el “mercado de concurrencia” (principalmente a través del Sistema Integrado de Negociación Asistido por Computador -SINAC- o en mucho menor medida a través de operadores ubicados físicamente en el recinto, donde las operaciones se concretan a través de un sistema de subastas y se concretan coincide la demanda y oferta en precio y cantidad) o en la “rueda continua” (donde las operaciones surgen de concertaciones bilaterales entre agentes). Mientras que las primeras son liquidadas por el Agente discriminando el precio de compra/venta que resulta de la concurrencia y agregando los aranceles, en las segundas el Agente luego de concertar el precio y cantidad con la contraparte liquida el precio final incluyendo los aranceles, aun cuando el precio concertado no puede diferir en más de 1,5% del último precio concertado en el mercado de concurrencia).

Conclusiones Preliminares

El mercado local de capitales, en particular el de renta variable o de acciones, puede ser una excelente herramienta de ahorro que tiene que ser tenida en cuenta al momento de diseñar un portafolio de inversión, teniendo en cuenta que presenta significativa volatilidad propia de las características de la estructura económica de nuestro país. Así, el asesoramiento debe considerar entre otras cuestiones, el horizonte de inversión, el perfil de riesgo del inversor, el objetivo de retorno o cobertura, así como la condición tributaria de quien solicita asesoramiento.

Esperamos que las recientes modificaciones normativas permitan facilitar el acceso de los inversores al mercado local de capitales, al tiempo que profundizar la transparencia informativa y la eficiencia en costos y plazos operativos.



¹ CNV, <http://www.cnv.gob.ar/antecedentes.asp?Lang=0>

² IAMC, Anuario 2013 y Anuario 2010.

³ Siegel, J., “Stocks For The Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies”, Mc. Graw Hill, 1998.

⁴ Vease por ejemplo Mc. Enally, R. “Time Diversification: surest route to lower risk?”, The Journal of Portfolio Management, Verano de 1985, Vol. 11, No. 4: pp. 24-26