

Otra Alternativa de Financiación para PyMEs

Negociación de Cheques de Pago Diferido en Bolsa

Lic. Patricio A. Bavera
Enero de 2007

Bajo la actual situación del sistema financiero argentino las PyMEs se encuentran frente a una problemática común, el financiamiento. Sobre la base de esta premisa es que se intenta hacer conocer al empresariado alternativas de financiación no tradicionales.

En publicaciones anteriores se trató el “Fideicomiso Financiero” como una alternativa de financiamiento empresaria e inversión privada y la “Sociedad de Garantía Recíproca (SGR)” como una vía para lograr garantías en post de obtener créditos para las Pymes. En esta oportunidad se describe y analiza otra alternativa “La Negociación de Cheques de Pago Diferido en Bolsa”, esta constituye un instrumento que le permite a las Pymes obtener financiamiento en el corto plazo, fundamentalmente, para capital de trabajo. La otra cara de la moneda es la del oferente de fondos, es decir el inversor que ve en este instrumento una manera de colocar fondos a corto plazo con el objetivo de obtener una tasa de interés.

En todo sistema económico las alternativas de financiación se pueden dividir en dos categorías, las tradicionales y las no tradicionales. Dentro de las primeras tenemos al crédito por parte de los bancos comerciales y la ampliación de capital mediante la emisión y colocación de acciones en el mercado bursátil.

Hoy en día el crédito bancario es escaso y de difícil acceso para una Pymes, a la hora de enfrentarse ante una institución financiera la empresa es evaluada fundamentalmente en función de su estructura patrimonial, dejándose de lado la viabilidad económica-financiera del proyecto que pretende financiar y su capacidad de generar un flujo futuro de fondos positivo. Por otro lado, la captación de fondos del Mercado de Capitales mediante la emisión de acciones requiere de ciertos requisitos que no están al alcance de todas las Pymes.

La segunda categoría de alternativas de financiación, las no tradicionales, surgen sobre la base de la situación del sistema financiero como un intento de dotar a la economía real de fuentes de financiamiento más flexibles. Es así que nacen vías de financiamientos tales como el Fideicomiso, la Sociedad de Garantía Recíproca, la emisión de Obligaciones Negociables Pymes, entre otras y la Negociación de Cheques de Pago Diferido en Bolsa.

La Comisión Nacional de Valores permite la negociación de los cheques de pago diferido en las Bolsas de Comercio. Esta posibilidad implica un nuevo mercado de crédito (una forma de obtención de liquidez), sobre todo para las PyMEs, que son las que no poseen los canales de financiamiento formales para descontar los cheques que reciben y por ello, muchas veces, recurren al mercado negro donde sufren fuertes quitas.

Esta operatoria fue reglamentada en diciembre de 2003 mediante la ley N° 24.452 (Ley de Cheques). A partir de este momento, las PyMEs tuvieron la posibilidad de una reducción del costo financiero. En el caso de la negociación en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires cabe remarcar que pueden acceder a esta operatoria tanto las empresas que cotizan sus títulos valores como aquellas que no lo hacen.

Del otro lado se encuentra el inversor, es decir aquella persona que recurre al mercado a comprar estos cheques con el objetivo de obtener una rentabilidad, para éste representa una oportunidad de inversión de corto plazo y

una manera de obtener tasas atractivas y al alcance de pequeños inversores, ya que el monto mínimo permitido de cheques es de mil pesos.

Las modalidades de negociación autorizadas para los cheques de pago diferido son las siguientes:

Sistema Patrocinado: bajo esta modalidad, son las **entidades libradoras** (sociedades comerciales, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales y fundaciones) las que solicitan la cotización de los cheques de pago diferidos por ellas emitidos a favor de terceros, para ser negociados en las Bolsas de Comercio. Este es endosado por el beneficiario a favor de Caja de Valores S.A. y depositado en ella por un Agente o Sociedad de Bolsa en el marco reglamentario previsto por las Bolsas de Comercio y por montos no inferiores a \$1.000, pudiendo este ser modificado por la Presidencia de la Bolsa. Es decir, se negocian los cheques de una empresa, que firmó un convenio con la Caja de Valores y el Mercado de Valores.

En este Sistema una empresa, autorizada por la Bolsa, puede emitir cheques negociables en el Mercado de Capitales. Los beneficiarios de sus cheques tienen la posibilidad de hacerlos líquidos a un menor costo, con mayor agilidad y sin ningún tipo de calificación sobre ellos. Es decir, que mis proveedores terminan negociando en bolsa los cheques con los que les he pagado. En este sistema se negocian mis cheques, no los de terceros.

El art. 4º de la Resolución de Consejo Nº 2/2003 de la BCBA regula el monto de cheques que una empresa puede enviar al mercado y establece que “el monto máximo de cheques que podrá encontrarse en todo momento en el depósito de Caja de Valores S.A., no podrá superar el importe que resulte menor entre: a) el 25% de las compras anualizadas de insumos y b) el saldo de cuentas a pagar, según las cifras reflejadas en el último estado contable presentado, sin que dicho importe supere el 50% de la cifra correspondiente al patrimonio neto a igual fecha”.

Sistema Avalado: bajo esta modalidad, los cheques de pago diferido a ser negociados deben recibir previamente el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) o de una Entidad Financiera respecto de la seguridad de su cobro a la fecha de vencimiento. Estas instituciones serán las que a su vez solicitarán la cotización de los cheques, no la empresa emisora del cheque como en el sistema Patrocinado. La SGR avala la operación, respaldándola con un Fondo de Riesgo. En este sistema se negocian los cheques de empresas que no han firmado el convenio con Caja de Valores y con el Mercado de Valores.

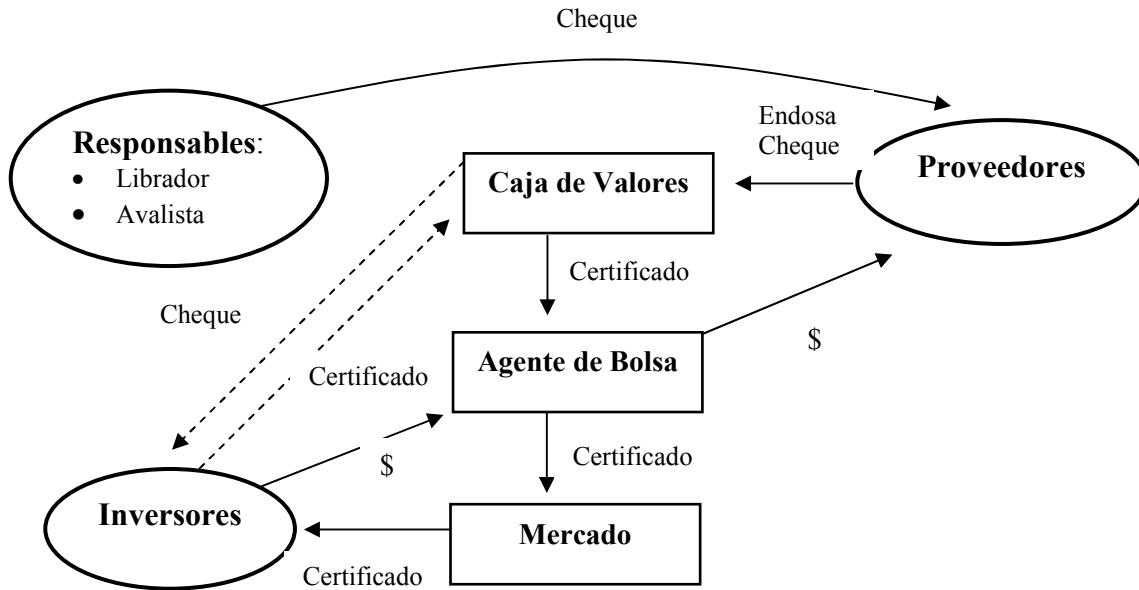
Bajo este sistema las Pymes, a través de una SGR, pueden negociar los cheques de sus Clientes. Las Sociedades de Garantía Recíproca autorizadas por la BCBA, podrán cotizar los cheques que tengan como beneficiarios a sus socios partícipes y garantizar el pago mediante el aval. Es decir, que este es un sistema exclusivo para que las PyMEs puedan negociar en Bolsa los cheques que reciben de sus clientes.

El importe máximo de Cheques avalados por las SGR que podrán encontrarse en todo momento en el depósito de Caja de Valores S.A. no podrá exceder el 80% del monto del Fondo de Riesgo, según surja del último estado contable presentado. Dicho límite se elevará al 120% del Fondo de Riesgo si se trata de una SGR inscrita en el Registro de Sociedades de Garantía Recíproca (Ley Nº 24.467) a cargo del Banco Central de la República Argentina.

Los cheques de pago diferido se negocian mediante un mecanismo de subasta, en el que las ofertas de venta y de compra realizadas expresan las tasas de descuento pretendidas por cada una de las partes. La unidad de

negociación de este instrumento es el Lote, que puede conformarse con uno o más cheques de pago diferido ofrecidos por un mismo Agente o Sociedad de Bolsa (vendedor).

Mecanismo



Ventajas generales del sistema

Para las PyMEs	Para el Inversor
Obtienen una tasa de descuento de rango similar al de las grandes empresas	En el caso de los Cheques avalados, si la empresa libradora de los mismos no cumple con su pago, la Sociedad de Garantía Recíproca se hace cargo de los mismos. Por ello, el riesgo de incobrabilidad es prácticamente nulo.
Otorgan certeza y confianza en el pago, pues elimina por completo el riesgo de incumplimiento.	Posibilidad de inversión a corto plazo para pequeños inversores
	En todos los casos, por ser una operación de Bolsa, no se encuentra alcanzado por el impuesto a los débitos y créditos bancarios.
	Gran liquidez debido a la existencia de un mercado secundario que posibilita negociar nuevamente los cheques en el caso que el inversor requiera disponer del dinero invertido antes del vencimiento.

Ventajas particulares para sistema Avalado y el Patrocinado

Sistema Patrocinado	Sistema Avalado
La empresa libradora cotiza en Bolsa. Figura su nombre. Existe prestigio y publicidad.	No aparece nombre del Beneficiario ni del Emisor del Cheque. Cotiza la SGR.
En la relación con sus Proveedores: Fidelización de Proveedores, por mejor calidad de pago, condiciones y plazos. Asistencia a Pymes Proveedoras.	Con relación a sus Proveedores: el socio partícipe de la SGR (que es una Pyme) puede ofrecer a sus proveedores la opción de presentarse a una SGR para que se asocien y se adhiera a esta operatoria. Esto le permite mejorar sus plazos de pago.
Con relación a sus clientes: agrega un argumento de venta, pues permite alargar plazos de financiación.	Misma Tasa y Comisión para todos los Clientes de la Pyme.
Alternativa para financiar Capital de Trabajo.	Nueva alternativa de Financiación.
	Posibilidad de Negociar Cheques Propios.
	Aproximación al Mercado de Capitales.
	Acceso a Mejores Tasas.

Costos de la Operatoria

Surge de la suma de los siguientes conceptos:

- La tasa de interés que recibe el inversor (la tasa de descuento para el colocador del cheque), la misma surge en el momento de la negociación de los valores en la Bolsa.
- La comisión que cobra la SGR por otorgar la garantía.
- La comisión del Agente de Bolsa.
- Los derechos de cotización (ej: Por \$ 10.000 = \$ 30) y de mercado (0.01% mensual) que fija la Bolsa y el Mercado de valores respectivamente.

El costo final, por lo general, no supera la tasa de descuento que obtienen las grandes empresas.

Documentación solicitada

- Solicitud de cotización de cheques firmada por Presidente.
- Copia Certificada del Estatuto Social y sus modificaciones vigentes.
- Constancia de C.U.I.T.
- Nómina de Administradores y Síndicos, si existiesen.
- Ultimo Balance Certificado, con su Acta de Aprobación.
- Copia Certificada del Acta de Directorio solicitando la cotización de cheques.

A su vez las entidades libradoras deberán adjuntar:

- Indicación del monto máximo de cheques que estima librar para su negociación en Bolsa y el destino de los mismos.
- Forma de pago o flujo de fondos proyectado, firmado por el representante legal, exponiendo en partidas específicas los importes de los libramientos y cancelaciones de los cheques.
- Monto acumulado por compras de insumos y saldos de cuentas a pagar.

La Libradora deberá presentar, dentro de los noventa días corridos de cerrado el ejercicio, los estados contables anuales. La bolsa suspenderá el ingreso de cheque en calidad de depósitos en Caja de Valores S.A. de aquellas

libradoras que mantengan atrasos superiores a treinta días en la presentación de la información anual contable, levantándose dicha suspensión cuando la empresa regularice su situación.

Según el art. 7º de la Resolución de Consejo N° 2/2003 de la BCBA. “La Bolsa verificará la inexistencia de defectos formales en los cheques y la autenticidad de las firmas y legitimación de los firmantes, a cuyo efecto la libradora deberá completar los requisitos de firmas y presentar la documentación pertinente, así como cualquier otra que sea requerida por la bolsa”.

Ejemplo

Supongamos que actualmente existe en el mercado una subasta activa (o vigente) de un lote de cheques de pago diferido que se compone por 2 cheques a 110 días de plazo. El monto nominal asciende a \$50.000 y la tasa de descuento requerida por parte del vendedor de dichos valores es del 11% nominal anual.

Por lo tanto, quien desee adquirir estos instrumentos, debería realizar una oferta de compra aceptando la tasa de descuento. Esto implicaría un desembolso de \$48.395,65, suma que se calcula de la siguiente manera:

Monto Nominal: \$ 50.000

Plazo: 110 días

TNA: 11%

Tasa descuento a aplicar = $(11\% \times 110 \text{ días}) / 365 \text{ días} = 3,31506\%$

Monto a liquidar = $\$ 50.000 / (1 + 3,31506\%) = \$48.395,65$

A dicho monto deben agregarse los correspondientes Derechos de Mercado y Bolsa, Gastos y Comisiones.

Situación Actual del Mercado¹

Para tener una visión acerca de la **composición, volumen y tasas** del Mercado de Cheques de Pago Diferido en la actualidad se describe lo sucedido en el mismo durante el último mes de mayo.

Manteniendo un firme ritmo de negocios, el mercado de cheques de pago diferido en Bolsa operó durante mayo y por sexto mes consecutivo con tasas en baja, perforando de esta forma el piso del 10% para el promedio general. Así, se mantiene como una de las vías más convenientes para la financiación de capital de trabajo, ampliando su influencia dentro del mercado Pyme. El volumen operado en el mercado, que asciende a \$51.4 millones, mantiene fuertes indicadores de crecimiento: un 58% superior al mismo período del año anterior aunque apenas el 2% respecto a abril. Es el tercer mayor registro desde el inicio de la serie histórica de datos. En términos de volumen diario las operaciones de mayo son levemente inferiores a las de abril (\$2.5 millones contra \$2.8 operados el mes anterior).

El monto promedio por cheque se ubica en torno a los \$28.000, no mostrando variaciones significativas respecto a períodos anteriores. Los cheques avalados siguen siendo amplia mayoría en el mercado, con un 86% de

¹ Información publicada y extraída de Compañía Inversora Bursátil Sociedad de Bolsa, informe mensual (mayo de 2007) de Cheques de Pago Diferido. www.cibsa.com. www.portfoliopersonal.com.

participación sobre el volumen total operado y un plazo promedio ponderado de 106 días. Por el lado de los patrocinados, se han concertado operaciones de 10 empresas autorizadas, totalizando un volumen de \$7 millones (14% del total) y un plazo promedio ponderado de 90 días. En términos nominales, las operaciones avaladas se incrementan en \$3.5 millones, mientras que las patrocinadas disminuyen \$2.4 millones.

Por segundo mes consecutivo, el panel de empresas cotizantes no exhibe novedades, manteniendo de esta forma un total de 53 sociedades patrocinadas y 20 avalistas.

Un nuevo descenso en el nivel de tasas operadas (el sexto consecutivo) ubica el promedio general del mercado (patrocinados y avalados) en 9.93%, es decir una reducción de 50pb respecto al mes anterior, perforando por primera vez en el año el piso del 10%. De esta forma, el costo de endeudamiento en este mercado se ubica en los mínimos desde noviembre de 2005. A nivel desagregado, obtenemos un promedio para avalados del 9.69% y del 11.52% en el caso de los cheques patrocinados. Como se puede observar, el spread de tasas por los avales adicionales de Sociedades de Garantías Recíproca se ubica en niveles mínimos de 183pb.

Respecto a plazos operados, y en línea con lo que ocurre habitualmente, el mercado conserva una clara tendencia cortoplacista, concentrando el 88% de las operaciones en plazos de hasta 180 días. El 25% del total operado, por su parte, se concentró en el plazo de 60-90 días (ver cuadro).

Plazo Días	Volumen	Tasa Prom.	% Total
0-30	\$4,228,066	7.73%	8.22%
31-60	\$13,085,852	9.19%	25.45%
61-91	\$8,597,066	9.74%	16.72%
91-120	\$8,557,602	10.05%	16.64%
121-150	\$5,818,280	11.32%	11.31%
151-180	\$4,795,873	10.46%	9.33%
181-210	\$3,116,244	11.26%	6.06%
211-240	\$1,331,825	11.17%	2.59%
241-270	\$578,573	11.43%	1.13%
271-300	\$244,990	11.63%	0.48%
301-330	\$250,880	11.91%	0.49%
331-365	\$818,127	11.91%	1.59%

Prom. Sistema	9.93%
Prom. Patrocinado	11.52%
Prom. avalado	9.69%

Fuentes

- Ley N° 24.452 – Ley de Cheques.
- Resolución de Consejo N° 2/2003 - Reglamentaria de la cotización de cheques de pago diferido - de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- Resolución N° 15.590 de la Comisión Nacional de Valores – Modificación a la reglamentación de Cheques de Pago Diferido.
- Decreto 386/2003 modifica la Ley de CHPD.
- Resolución General 452/2003 de la CNV
- Compañía Inversora Bursátil Sociedad de Bolsa S.A. – Informe Mensual de Cheques de Pago Diferido - www.cibsa.com.