



**Universidad Andina Simón Bolívar**

Organo Académico de la Comunidad Andina

**SEDE ACADÉMICA LA PAZ**

**ÁREA DE: ECONOMÍA Y EMPRESA**

**PROGRAMA DE MAESTRÍA (ESPECIALIDAD) EN:**

**“MAESTRÍA EN FINANZAS Y ANALISIS DE PROYECTOS  
EMPRESARIALES”**

**TEMA**

**“CHEQUES DE PAGO DIFERIDO COMO ALTERNATIVA DE  
FINANCIAMIENTO PARA PYMES EN EL MERCADO DE  
VALORES”.**

**ALUMNO: MARCELO ADRIAN MORALES GUTIÉRREZ**

**TUTOR: LIC. ARNOLD SALDIAS POZO**

**Gestión del programa (año): 2009 - 2010**

## **DEDICATORIA:**

*Esto fue posible primero que nadie con la ayuda de Dios, gracias por otorgarme la sabiduría y la salud para lograrlo.*

*Dedico esta Tesis a mis Papas quienes han sabido formarme con buenos sentimientos, hábitos y valores, lo cual me ha ayudado a salir adelante buscando siempre el mejor camino.*

*A mi tutor Lic. Arnold Saldias P. por su persistente guía y asesoramiento.*

*A todos los docentes de la Maestría en Finanzas y Análisis de Proyectos Empresariales, que con sus valiosas aportaciones, me ayudaron a crecer como persona y como Maestrante.*

# **INDICE**

**INTRODUCCIÓN.....Pág.1**

**PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....Pág.3**

**JUSTIFICACIÓN.....Pág.6**

- **Justificación Teórica**
- **Justificación Metodológica**
- **Justificación Práctica**

**OBJETIVOS.....Pag.8**

- **OBJETIVO GENERAL**
- **OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

**Hipótesis.....Pág.8**

**Variables.....Pág.8**

- **Variable Independiente**
- **Variable Dependiente**

**ALCANCES DE LA INVESTIGACIÓN.....Pág.9**

- **Ámbito Temático**
- **Ámbito Geográfico**
- **Ámbito Temporal**

## **CAPÍTULO I**

**MARCO TEÓRICO.....Pág.10**

- **ACCESO DE LAS PYMES AL MERCADO DE VALORES.**
- **LA EXPERIENCIA ARGENTINA CON LA NEGOCIACIÓN DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.**
- **CAJA DE VALORES S.A. (ARGENTINA).**

- PRINCIPALES ACTIVIDADES QUE DESARROLLA LA CAJA DE VALORES S.A.
- SOCIEDADES DE GARANTÍAS RECÍPROCAS (S.G.R.) – ARGENTINA.
- EL FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES.
- PROBLEMAS GENERALES PARA ACCEDER AL CRÉDITO.
- HERRAMIENTAS DE FINANCIACIÓN.
- LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.
- ¿QUÉ CHEQUES PUEDEN NEGOCIARSE?
- CLASIFICACIÓN.
- OPERACIONES DE MESA DE NEGOCIACIÓN.
- LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO DE VALORES (E.D.V.)

## **CAPÍTULO II**

**MARCO REFERENCIAL.....Pág.53**

- ANTECEDENTES DEL CHEQUE DE PAGO DIFERIDO.
- ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS.
- DIFERENCIA CON EL CHEQUE COMUN.
- DIFERENCIA CON EL CHEQUE POST-DATADO.
- REQUISITOS GENERALES.
- NEGOCIACIÓN Y COBRO.
- LEGISLACIÓN COMPARADA.
- LEGISLACIÓN URUGUAYA: LEY N° 14412 DEL 29 DE JULIO DE 1975.
- LEGISLACIÓN ARGENTINA: LEYES N° 24.452 DE 08 DE FEBRERO DE 1995 Y N° 24760.
- LEGISLACIÓN PARAGUAYA: LEY N° 805 DEL 16 DE ENERO DE 1996.

## **CAPÍTULO III**

**MARCO METODOLÓGICO.....Pág.64**

- METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.
- MÉTODOS.
- TÉCNICAS.

## **CAPÍTULO IV**

**MARCO PRÁCTICO.....Pág.66**

- ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO.
- CANALES DE FINANCIACION NO TRADICIONALES.
- QUE PYMES PUEDEN PARTICIPAR.
- ENTIDAD DE DEPÓSITO DE VALORES O DEPOSITARIA.
- REPRESENTACIÓN MEDIANTE ANOTACIÓN EN CUENTA.
- CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.
- PROPUESTA DE FUNCIONAMIENTO DE LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO EN EL MERCADO BOLIVIANO.
- PROPUESTA DE OPERACIONES DE LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO CON SOCIEDAD DE GARANTIA RECIPROCA EN EL MERCADO BOLIVIANO.
- PROPUESTA DE OPERACIONES DE LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO SIN SOCIEDAD DE GARANTIA RECIPROCA EN EL MERCADO BOLIVIANO.
- EMISIÓN DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.
- OPORTUNIDADES DE INVERTIR EN CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.
- BENEFICIOS DE LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.
- EXPERIENCIAS EN OTROS PAISES.
- INVERSORES: CÓMO APROVECHAR EL BOOM DE LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.
- CHEQUES DE PAGO DIFERIDO: MUCHO MÁS RENTABLES QUE UN PLAZO FIJO.
- CHEQUE COMÚN Y CHEQUE DE PAGO DIFERIDO.
- ENTREVISTAS REALIZADAS A ESPECIALISTAS.
- OPERACIONALIZACIÓN DE VARIABLES.

## **CAPÍTULO V**

**PROPUESTA.....Pág.100**

- INTRODUCCIÓN
- RELACIÓN: PROBLEMA - EFECTO – SOLUCIÓN.
- REGLAMENTO DE COTIZACIÓN DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.

## **CAPÍTULO VI**

**CONCLUSIONES.....Pág.111**

## **BIBLIOGRAFIA**

## **ANEXOS**

## **INTRODUCCIÓN**

Es un hecho indiscutible que para incrementar el universo de empresas emisoras en el Mercado de Valores Boliviano es necesario promover el ingreso al mismo de Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes).<sup>1</sup>

Se ha demostrado en diferentes proyectos y estudios relacionados al tema que las Pymes nacionales, por sus características y condiciones intrínsecas, requieren de un tratamiento particular por parte de los diferentes actores del Mercado de Valores para acceder y permanecer en el mismo.

Las Pymes pueden acceder a la BBV a través de la emisión de deuda, como ser Bonos y Pagarés, emisión de valores de Titularización y financiamiento de capital mediante la emisión de acciones para Sociedades Anónimas.

Sin embargo aun son pocas las empresas bolivianas que han accedido al Mercado de Valores en especial las del sector Pymes, a pesar existe una demanda potencial por parte de inversionistas institucionales, que ante la falta de instrumentos de inversión han concentrado sus recursos financieros en valores de deuda emitidos por el TGN y depósitos a plazo fijo bancarios.

El acceso al financiamiento para las Pymes en Bolivia, es todavía un hecho difícil de abordar, sobre todo por la falta de información que existe. Sin embargo y dado el interés que existe en la región, se reconoce que son un sector de creciente potencial.

Si bien no existen todavía políticas claras del Gobierno orientadas a este sector, el mercado por sí mismo pretende darle mayor dinamismo a través de mecanismos que le permitan acceder a nuevas fuentes de financiamiento.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> [www.bbv.com.bo/archivos/METODOLOGIAPYME.pdf](http://www.bbv.com.bo/archivos/METODOLOGIAPYME.pdf)

<sup>2</sup> [www.bbv.com.bo/archivos/Situacion\\_Pymes\\_BBV.pdf](http://www.bbv.com.bo/archivos/Situacion_Pymes_BBV.pdf)

Por lo tanto, este documento pretende aportar que las Pymes Bolivianas puedan financiarse a través de la negociación de Cheques de Pago Diferido en el Mercado de Valores. Para ello es requisito indispensable que se adopte una definición clara, única sobre esta condición empresarial para el Mercado de Valores nacional y se tenga un marco normativo Claro y flexible.

Esto debido a que, pese a la gran relevancia que tiene el sector de las Pymes en la estructura económica boliviana, no existe homogeneidad en cuanto a los criterios y valores empleados para categorizar y definir a este estrato empresarial.

Con el fin de promover el desarrollo del Mercado de Valores, se propone incorporar los Cheques de Pago Diferido en la BBV, a ello se promueve, una mayor participación de las instituciones que estén vinculadas a fin de establecer una alternativa más de financiamiento de este sector tan importante en nuestro País como son las Pymes.

El presente trabajo pretende identificar que el sistema de descuento de Cheques de Pago Diferido en el Mercado de Capitales permite a quien tiene Cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días) adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos Cheques a cambio de tasas de interés futuras.

En sentido estricto, el Cheque de Pago Diferido es una orden de pago librada a una fecha determinada, posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto.

Los Cheques de Pago Diferido cuentan con tres sistemas de negociación, según quien se responsabilice del pago.<sup>3</sup>

- El sistema Patrocinado

---

<sup>3</sup> [www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago\\_dif.php](http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago_dif.php)

- El sistema Avalado
- El sistema de Cheques Endosados (Directo)

Además el mecanismo que se puede negociar los Cheques de Pago Diferido en la BBV es a través de la Mesa de negociación.

## **1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

Las Pymes en Bolivia 9 de cada 10 bolivianos trabajan en empresas con limitado acceso a recursos financieros, prácticamente sin acceso a tecnología y mercados internacionales y que desarrollan productos con bajo valor agregado.

En la Bolsa Boliviana de Valores S.A. las empresas que cotizan valores en la BBV prácticamente los emisores se encuentran dentro la categoría de “grandes empresas”.<sup>4</sup>

Las condiciones de financiamiento para las Pymes en Bolivia son:

- La necesidad de Constituir Garantías Reales (hipotecarias o prendarias),
- Aún no es posible otorgar bienes muebles como garantía
- Plazos de financiamiento no superiores a 3 años
- Financiamiento en moneda nacional únicamente de corto plazo (inferior a un año)
- Rigidez en formas de pago
- Capital e intereses se pagan como máximo en forma trimestral

---

<sup>4</sup> [www.iimv.org/actividades2/Bolivia2002/.../armandoalvarez.ppt](http://www.iimv.org/actividades2/Bolivia2002/.../armandoalvarez.ppt)



- Costo financiero elevado entre el 14% al 28% en US\$ del 36% al 48% en Bs.

Razones que limitan acceso de Pymes a financiamiento:

- Operan informalmente
- Administración unipersonal o familiar
- No se constituyen legalmente
- No llevan registros adecuados de sus actividades
- Incumplen obligaciones fiscales y laborales
- Ausencia de adecuada capacidad de gestión
- Desconocen o no aplican herramientas modernas de gestión
- No reúnen otros requisitos
- No cuentan con activos para constituir garantías (Sist. Bancario)
- Años de existencia
- Niveles de ventas
- Utilidades o activos y número mínimo de accionistas (Bolsas de Valores)
- No pueden cubrir costos.

Por lo anterior se observa una ineficiente asignación del escaso ahorro: Empresas sin garantías pero con capacidad de pago obtienen financiamiento en condiciones no adecuadas, en el corto plazo (Capital de Trabajo) a elevados costos, costo no tiene relación con riesgo, Limitado uso de alternativas de financiamiento existentes.

Y a que: Una Importante cantidad de recursos de Inversionistas Institucionales se invierte en Bancos (DPF's) y el Estado (LT's) por no existir otras alternativas de inversión.

Disponen de alrededor de US\$ 300 millones sin contar recursos que financian déficit fiscal por pensiones (más de US\$ 100 millones por año).<sup>5</sup>

El mercado de valores es una alternativa de financiamiento que debe estar al alcance de cualquier empresa que reúna las siguientes condiciones:

- Viabilidad
- Capacidad de gestión
- Transparencia

Sin embargo, las principales razones que impiden acceso de las Pymes son:

- La Falta de capacidad de gestión y de transparencia
- Y algunos costos (principalmente fijos) como:
  - De inscripción y mantenimiento en RMV
  - Costo Calificación de riesgo
  - Agencias de Bolsa
  - Bolsa Boliviana de Valores S.A.
  - Costo de Emitir Valores de Deuda
    - Costo calificadora de riesgo US\$ 15.000 anuales
    - Costo Agencia 1% de monto emisión, pero mínimo US\$ 3.000
    - Costo RMV US\$ 1.000 anuales

Las formas en que Pymes pueden acceder al Mercado de Valores son:

---

<sup>5</sup> [www.iimv.org/actividades2/Bolivia2002/.../armandoalvarez.ppt](http://www.iimv.org/actividades2/Bolivia2002/.../armandoalvarez.ppt)

**Directamente:** vía emisión de valores, Requisitos de las Bolsas deben adecuarse a características de las Pymes, Costos deben ser accesibles.

**Indirectamente:** vía Fondos de Capital de Riesgo, Inversionistas Institucionales deben poder invertir en estos Fondos, Financiamiento vía capital y/o deuda que se adecue a sus necesidades y posibilidades, Apoyo en su gestión, Preparar a las Pymes para acceder directamente al Mercado de Valores, Proporcionar a las Pymes alternativas de financiamiento accesibles a sus capacidades de pago.

Por ello, se plantea el siguiente Problema de Investigación:

**¿PUEDEN SER LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES BOLIVIANAS?**

## **2. JUSTIFICACIÓN**

Los Cheques de Pago Diferido serian una importante herramienta de financiación de capital de trabajo para las Pymes Bolivianas, en la que permitiría:

- Generar mejores condiciones y plazos de pago, liberando así otras líneas de crédito;
- Ofrecer a los beneficiarios liquidar los documentos al menor costo y con la mayor agilidad,
- Brindar asistencia a las Pymes proveedoras, ayudando así a promover la empresa y fidelizar proveedores;
- Y acceder al prestigio y reconocimiento de cotizar en Bolsa.

Además, es un proceso realmente muy usado en la Bolsa de Valores de Argentina. Lo importante es sacar el máximo beneficio de este Instrumento, La BBV no puede perder la ventana de oportunidades que actualmente puede ofrecer

la negociación de los Cheques de Pago Diferido como financiamiento para las Pymes Bolivianas y en especial el Mercado de Valores cada vez va cobrando mayor importancia, que podría significar oportunidades para el país.

## **2.1 JUSTIFICACIÓN TEÓRICA**

La investigación que se ha propuesto, se realizó en base a la aplicación teórica de lo que son los Cheques de Pago Diferido, que ayudó a encontrar información clara y precisa sobre esta alternativa de financiamiento para las Pymes Bolivianas en el Mercado de Valores, concepto que también fue empleado en el estudio, a la vez se hizo una referencia sobre lo que es la BBV, como se aplica la teoría en la práctica y esto ayudó alcanzar el objetivo del proyecto.

## **2.2 JUSTIFICACIÓN METODOLÓGICA**

Para el cumplimiento de estos objetivos se empleó el Método Descriptivo y Analítico, ya que esto ayudó a explicar hechos particulares en base a información general del Tema del Trabajo, por lo tanto para analizar los Cheques de Pago Diferido, se utilizaron técnicas de investigación primaria y secundaria para determinar la percepción del financiamiento de las Pymes en el Mercado de Valores.

## **2.3 JUSTIFICACIÓN PRÁCTICA**

Con esta investigación se espera contribuir con una solución al problema que atraviesan muchas empresas pequeñas y medianas (Pymes), para acceder a un financiamiento alternativo como son los Cheques de Pago Diferido en el Mercado de Valores, que oportunidades tienen las Pymes Bolivianas, si acceden a este tipo de mecanismo.

### **3. OBJETIVOS**

#### **3.1 OBJETIVO GENERAL**

- Analizar y Evaluar las ventajas sobre la negociación de los Cheques de Pago Diferido como alternativa de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Valores.

#### **3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

- Investigar el funcionamiento de los Cheques de Pago Diferido.
- Ver la rentabilidad sobre esta alternativa de financiamiento de acuerdo a sus tasas, condiciones y plazos que puede ofrecer a las Pymes, si la BBV lo aplica.
- Realizar un estudio general de este mecanismo de financiamiento que puede ofrecer, si lo implementa la BBV a las Pymes.

### **4. Hipótesis**

“El Financiamiento a través de los Cheques de Pago Diferido permitirá acceder a las Pymes Bolivianas su Capital de trabajo en condiciones más favorables y rentables en el Mercado de Valores.”

### **5. Variables**

#### **5.1. Variable Independiente**

El Financiamiento a través de los Cheques de Pago Diferido.

## **5.2. Variable Dependiente**

Permitirá acceder a las Pymes Bolivianas su Capital de trabajo en condiciones más favorables y rentables en el Mercado de Valores.

## **6. ALCANCES DE LA INVESTIGACIÓN**

### **6.1 ÁMBITO TEMÁTICO**

El Presente Trabajo investigo sobre el Acceso de financiamiento de las Pymes Bolivianas al Mercado de Valores a través de los Cheques de Pago Diferido, en que se dio a conocer su procedimiento y se conceptualizó el término.

### **6.2 ÁMBITO GEOGRÁFICO**

El estudio se realizó en la ciudad de La Paz, visitando Bibliotecas, La Bolsa Boliviana de Valores y Agencias de Bolsa.

### **6.3 ÁMBITO TEMPORAL**

El Trabajo de Tesis está enmarcado en el periodo que abarca el año 2004 al 2009.

# **CAPÍTULO I**

## **MARCO TEÓRICO – CONCEPTUAL**

Lic. Marcelo Adrián Morales Gutiérrez

## **1. ACCESO DE LAS PYMES AL MERCADO DE VALORES**

Una de las herramientas que posibilita el acceso de las Pymes a los Mercados de Valores es la negociación de Cheques de Pago Diferido descontados. Puede tratarse de Cheques emitidos por empresas autorizadas previamente por la Bolsa (patrocinantes), como pueden ser por ejemplo empresas con buena calificación de crédito a las cuales las Pymes les vendan bienes o servicios. O puede tratarse de Cheques que cuenten con una garantía de cobertura emitida por una sociedad de garantía recíproca<sup>1</sup>.

La Bolsa de Valores de Bolivia debe considerar implementar el sistema de negociación de Cheques de Pago Diferido, para que las Pymes bolivianas puedan acceder a nuevas oportunidades de financiamiento.

Es sabido que el Mercado de Valores en Bolivia está muy poco desarrollado, carece de profundidad, el índice de capitalización es prácticamente nulo y los instrumentos innovadores son escasos e incipientes.

Además de esas dificultades de mercado e institucionales, el país tiene que hacer frente con barreras culturales largamente arraigadas, como los mitos de que los Mercados de Valores funcionan únicamente en países desarrollados, y que son accesibles fundamentalmente para las grandes empresas.

Hay países emergentes, como son los casos de Rusia, Chile, Brasil, México, Corea y Turquía, cuyas respectivas Bolsas se encontraron entre las 10 mejores Bolsas (por rendimientos). Esos países cuentan con Mercados de Valores ágiles, con alto volumen de operaciones, rendimientos y transacciones de instrumentos financieros variados e innovadores.

---

<sup>1</sup> [www.alterfides.com](http://www.alterfides.com)



Para rebatir el segundo mito, afortunadamente también hay experiencias que demuestran lo contrario. Los Mercados de Valores ofrecen a las pequeñas y medianas empresas (Pymes) diferentes herramientas que les posibilitan acceder a financiamiento a tasas competitivas y abrir así puertas alternativas al financiamiento bancario tradicional.

### **1.1. LA EXPERIENCIA ARGENTINA CON LA NEGOCIACIÓN DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO**

La experiencia Argentina con la negociación de Cheques de Pago Diferido en el mercado de capitales ha demostrado ser una alternativa interesante y exitosa para que las Pymes accedan al crédito.

No solamente en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se negocian estos instrumentos sino que también la de Córdoba y más recientemente la de Rosario los tiene incorporados a su operativa.

Con la finalidad de propiciar medidas que faciliten el acceso al crédito, en especial para las pequeñas y medianas empresas, en Julio de 2003 se sancionó en Argentina el Decreto 386/2003, por el cual se introduce el marco normativo para la negociación de los cheques de pago diferido en el ámbito de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores autorregulados<sup>2</sup>.

Durante el año 2005, el volumen total de cheques de pago diferido negociados alcanzó Pesos Argentinos \$208,2 millones, representando un crecimiento del 375.6% con relación a 2004 (según el Anuario 2005 del Instituto Argentino de Mercado de Capitales).

El descuento de Cheques de Pago Diferido es un instrumento financiero no tradicional, de corto plazo (excepcionalmente se autorizan plazos de hasta 360

---

<sup>2</sup> [www.alterfides.com](http://www.alterfides.com)

días, pero normalmente se encuentran entre 30 y 270 días). Una de las claves del éxito de este instrumento radica en las tasas de descuento, ya que normalmente tienden a ser inferiores a las que se pueden obtener en la ventanilla de un banco o en los mercados informales.

Si bien son operaciones reguladas y en las cuales las formalidades a cumplir están claramente determinadas, la operatoria es ágil y permite obtener el fondeo con bastante celeridad.

Desde la perspectiva de los inversores, estos instrumentos se negocian a tasas atractivas y, lo que resulta particularmente atrayente, presentan un bajo riesgo de incobrabilidad para el colocador.

En Argentina existen tres sistemas pero fundamentalmente operan con dos sistemas en la negociación de los cheques de pago diferido en el mercado:

(a) **Sistema Patrocinado:** es un sistema por el cual una empresa, previa autorización de la Bolsa de Comercio respectiva, puede emitir cheques negociables en el mercado de capitales. Los beneficiarios de esos cheques están habilitados a hacerlos líquidos en el mercado.

(b) **Sistema Avalado:** es un sistema por el cual una compañía se ve posibilitada de emitir un cheque y descontarlo en el mercado de valores una vez obtenido el aval de una sociedad de garantía recíproca (SGR). En este caso son las SGR quienes deben estar autorizadas previamente por la Bolsa de Comercio respectiva para negociar los cheques que libren sus socios partícipes o aquellos de los cuales los mismos sean beneficiarios, respaldando la operación con su aval.

La Bolsa de Comercio de Córdoba también cuenta con un Sistema Directo, a través del cual puede autorizar a cualquier beneficiario de un Cheque de Pago Diferido cuya actividad principal se desarrolle en el ámbito geográfico o zona de

influencia de esa Bolsa, para negociar esa clase de cheques a través de un agente o sociedad de Bolsa.

El sistema avalado es el que ha demostrado un incremento sustancial de mayor volumen en transacciones en relación con el sistema patrocinado y más aún que el sistema directo.

El sistema avalado está dirigido fuertemente a las PYMES, las cuales para poder acceder a este sistema debe ser socios partícipes de una SGR y presentar a las mismas contragarantías por cada Cheque de Pago Diferido a descontar.

Cuando la SGR acepta el cheque y la contragarantía, concede un aval al Cheque de Pago Diferido con lo cual ese documento podrá ser descontado en el mercado.

La cotizante en el mercado es siempre la SGR, que es a su vez quien asume el riesgo de incobrabilidad del cheque. El mecanismo de negociación depende de los respectivos reglamentos de cada Bolsa y mercado autorregulado en los cuales se transen estos instrumentos. El valor de la oferta es el equivalente a la tasa anual de descuento que aplica el oferente sobre el monto total del cheque ofrecido.

La otra parte del círculo se cierra con los inversores. A través de sus agentes de Bolsa, ofertan por los cheques de acuerdo a las condiciones en las que deseen invertir, y una vez concertadas las operaciones, se acredita en la cuenta del inversor el o los cheques de pago diferidos adquiridos (si bien la custodia de los mismos la mantiene la Caja de Valores hasta poco antes del vencimiento).

Con esta herramienta, en el sistema avalado particularmente, los inversores cuentan con doble garantía de pago: la de los emisores de los cheques y la de la SGR que avale la operación.

En el sistema patrocinado, a diferencia del anterior, la prima de riesgo que se le asigne a los patrocinantes tiene una incidencia fundamental en la determinación de la tasa de descuento correspondiente.

## **1.2. CAJA DE VALORES S.A. (ARGENTINA)**

La Caja de Valores S.A. es una central depositaria de títulos valores de la República Argentina. Su función primaria es la custodia de los títulos valores públicos y privados que cotizan en las distintas bolsas de comercio con mercado de valores adherido del país, así como también de aquellos títulos públicos que cotizan en el Mercado Abierto Electrónico, mercado extrabursátil, denominado MAE<sup>3</sup>.

La caja se constituyó en el año 1974. En la Ley 20.643 y en el Decreto del Poder Ejecutivo Nacional 659/74 se describen las responsabilidades y el marco legal dentro del cual opera la caja. Las características más importantes que destacan el mencionado marco legal son:

- a)** Recepción de títulos valores públicos y privados en depósito colectivo.
- b)** El contrato de depósito colectivo de títulos valores se celebra entre el depositante y la caja.
- c)** El depósito de los títulos se efectúa a la orden del depositante y a nombre del comitente.
- d)** Las responsabilidades de custodia de la caja están discriminadas por ley de las obligaciones de compensación y liquidación del Merval.
- e)** La caja es responsable frente a los depositantes.

---

<sup>3</sup> [www.elasistente.com.ar/Publicaciones/bclp-05.pdf](http://www.elasistente.com.ar/Publicaciones/bclp-05.pdf)

La caja también actúa como agente de pago, al cobrar los intereses y dividendos de los emisores y distribuir dichos pagos entre los comitentes de los títulos valores<sup>4</sup>.

Actualmente en términos de valor nominal, el porcentaje de títulos en custodia es de un 79% títulos públicos, 19% acciones y 2% obligaciones negociables.

El número de acciones ordinarias cotizadas es de 135, de las cuales 131 se mantienen en custodia en la caja. Asimismo, la caja mantiene en custodia 10 títulos públicos denominados en pesos, 74 títulos públicos denominados en dólares estadounidenses y 430 emisiones de obligaciones negociables.

En la actualidad existen 635 depositantes con cuenta en la caja, de los cuales 31% son bancos comerciales y 52% son agentes de bolsa. El porcentaje restante consiste en fondos comunes de inversión, compañías financieras, compañías de seguros y administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones (AFJP).

Los depositantes mantienen subcuentas por cada comitente de los títulos valores. Existen casi 3 millones de subcuentas en la caja. La caja tiene convenios vigentes con entidades internacionales de igual carácter como Cedel o Euroclear con el fin de permitir la negociación en la bolsa de títulos valores depositados en el exterior, especialmente deuda pública emitida en el exterior.

Además de sus obligaciones principales como entidad de custodia y agente de pago de los títulos valores en depósito, la caja presta otros servicios para diversos ámbitos actuando como agente de registro para más de 100 empresas que tienen 345.000 accionistas.

En dicho carácter, la caja compite con los bancos comerciales locales y con aquellas sociedades que optan por cumplir esta función internamente. La caja

---

<sup>4</sup> [www.elasistente.com.ar/Publicaciones/bclp-05.pdf](http://www.elasistente.com.ar/Publicaciones/bclp-05.pdf)

también presta servicios de procesamiento de datos a la bolsa y al mercado de valores, la capacidad informática de la caja constituye el soporte de la difusión de datos sobre precio y volumen de la operatoria bursátil, así como la función de compensación y liquidación del mercado de valores.

La titularidad de la caja de valores corresponde a la bolsa de comercio de Buenos Aires con 49,98% y al MERVAL, Mercado de valores de Buenos Aires con 49.98%, el porcentaje restante corresponde a bolsas y mercados del interior del país.

El Estado no le confiere a la caja monopolio legal ya que si bien es la única en funciones de su tipo en el país nada impide la creación el en futuro de otras de igual naturaleza.

Para ser depositante de caja de valores, la entidad financiera interesada debe presentar una solicitud ante su correspondiente autoridad de regulación, que deberá ser aprobada por esta última.

En forma específica, los agentes de bolsa deben tener la aprobación del mercado de valores, los operadores extrabursátiles y los fondos comunes de inversión, de la Comisión Nacional de Valores (CNV), los bancos y las compañías financieras, del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

La caja de valores está facultada para suspender al depositante que incurriera en violación de los propios reglamentos y estatutos de la caja o de leyes nacionales.

La expulsión definitiva es decisión de la pertinente autoridad de regulación.

### **1.2.1. PRINCIPALES ACTIVIDADES QUE DESARROLLA LA CAJA DE VALORES S.A.**

- ✓ La Caja mantiene en sus registros aproximadamente 635 depositantes autorizados<sup>5</sup>.
- ✓ La totalidad de subcuentas abiertas por esos depositantes son de aproximadamente 3.000.000.
- ✓ Recibe en custodia títulos valores públicos o privados nominativos no endosables, cartulares o escriturales con oferta pública autorizada.
- ✓ Efectúa la apertura de sub cuentas a nombre de los comitentes y a la orden de los depositantes respectivos, y asimismo, a pedido del depositante y en forma conjunta, es decir, que se hace necesaria la firma de depositante y comitente para efectuar cualquier movimiento o el retiro de los títulos.
- ✓ Percibe y acredita puntualmente dividendos, revalúos, renta, amortización, etc.
- ✓ Realiza asimismo los canjes de acciones dispuestas por los emisores.
- ✓ Emite certificados para concurrencia a Asambleas y tenencia en custodia.
- ✓ Envía directamente a los Comitentes, trimestralmente, un resumen en el que constan los movimientos registrados en su cuenta.
- ✓ Actúa como Agente pagador de dividendos, revalúos, canjes, de empresas con cotización bursátil.

---

<sup>5</sup> [www.elasistente.com.ar/Publicaciones/bclp-05.pdf](http://www.elasistente.com.ar/Publicaciones/bclp-05.pdf)

- ✓ Actúa como Agente pagador del Banco Central de la República Argentina para los títulos de deuda emitidos por el Gobierno Nacional.
- ✓ Lleva y mantiene al día el Registro de Accionistas y Obligacionistas de aproximadamente 100 empresas con cotización bursátil.
- ✓ Dispone de elementos de alta tecnología para dotar de las mayores seguridades posibles a la verificación de los títulos valores que recibe.
- ✓ Liquidada por cuenta de los Mercados de Valores de Buenos Aires, Rosario, Córdoba, Mendoza y el Mercado Regional de Capitales S.A. la totalidad de las operaciones concertadas en rueda.
- ✓ Imputa directamente por orden de los agentes de bolsa, las compras o ventas realizadas en los saldos de los comitentes que operaron.

### **1.3. SOCIEDADES DE GARANTÍAS RECÍPROCAS (S.G.R.) - ARGENTINA**

Estas sociedades tienen por objetivo otorgar avales que sirven como garantías para que las Pymes puedan acceder al crédito.

En ese sentido “el objeto principal de las sociedades de garantía recíproca será el otorgamiento de garantías a sus socios partícipes mediante la celebración de contratos regulados en la presente ley”.

Las sociedades de garantía recíproca surgieron hace casi una década. Desde entonces las Pymes cuentan con una opción financiera que permite superar la barrera de las garantías al buscar financiamiento, pues las SGR se parecen a una compañía de seguros.



En la Argentina esta forma de organización contó con un fuerte apoyo estatal. Sin embargo en los últimos años, la proliferación de este tipo de sociedades estuvo impulsada por empresas privadas.

Concretamente, las SGR son sociedades comerciales cuyo objetivo principal es facilitar a las Pymes el acceso al financiamiento mediante el otorgamiento de garantías que respaldan la devolución del crédito.

Los avales pueden ser financieros (en caso de préstamos), técnicos (para cumplir contratos), o mercantiles (para proveedores o anticipo de clientes). Pero, además, pueden brindar asesoramiento a sus socios.

Su particularidad respecto a otros sistemas de garantías es que están constituidas por socios partícipes (que son los exclusivos beneficiarios de los avales que otorgan las SGR) y por los socios protectores, es decir, todos aquellos que realicen aportes al Fondo de Riesgo y al Capital social.

### **Trámites necesarios para ser socio partícipe**

Deben cumplirse las siguientes etapas:

- 1) Presentar una nota de intención de asociarse a la SGR seleccionada por la Pyme.
- 2) Cumplir con todos los requisitos formales de la disposición N° 147/06
- 3) Adquirir las acciones de la SGR a la que la empresa solicitante se postuló.
- 4) Presentar el proyecto de financiación específico, que concurrirá a solventar la iniciativa productiva de la empresa solicitante.
- 5) Solicitar la garantía para el proyecto específico, y ofrecer la contragarantía
- 6) Aportar la información económico-financiera que sea relevante para acceder a la solicitud del crédito.

### **Costos.**

Otro punto importante es analizar el costo que representa a un empresario Pyme ser socio de una SGR. El costo es la suma de la adquisición de las acciones, por ejemplo, 200 acciones por \$ 200, más el costo de los requisitos formales, que varía según se trate de una persona física o jurídica y según la jurisdicción en que opera la Pyme.

Además, hay que contabilizar la comisión por los avales otorgados, que oscila entre el 0,1% a 2,5% sobre el saldo de la operación, dependiendo el porcentaje citado del riesgo involucrado en el aval.

Tampoco no es lo mismo una persona que figura en el Veraz con situación normal, que aquella que se encuentra en situación irregular.

### **Proyectos de negocios.**

Si bien es fundamental que el proyecto presentado sea sustentable y que exista capacidad de pago, a veces ello no es determinante y puede resultar mucho más valorable el know-how (saber hacer) del negocio, la trayectoria, el tipo de contragarantía ofrecida, o el grado de cumplimiento en la cancelación de los pasivos.

El hecho de ser socio no basta para que la empresa acceda a las garantías. Para obtenerlas, hay que convencer a la SGR de que el proyecto es rentable.

### **SGR destinadas a actividades específicas.**

Existen en general SGR cuyos socios protectores mayoritarios son grandes empresas, y cuya función es el apoyo a medianas y pequeñas empresas de su

órbita (p.e. sus proveedores de materias primas, transportistas, etc.). Veamos algunos ejemplos<sup>6</sup>:

- 1) Afianzar SGR: sus socios partícipes son mayoritariamente productores de lácteos y transportistas de Mastellone Hermanos.
- 2) Los Grobos SGR: Los socios protectores corresponde del Grupo Los Grobos, productores agropecuarios y del sector industrial.
- 3) Puente Hnos. SGR: Se encuentra enfocada al aval de cheques de pago diferido, propios o de terceros, obligaciones negociables bajo el Régimen Pyme de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y también financiamiento bancario.
- 4) Garantías del Plata SGR: Constituida por Molinos Río de la Plata como socio protector mayoritario, con una participación en el capital social del 49,5%. Esta sociedad apunta a empresas dedicadas a la producción agropecuaria (cereales, oleaginosas, olivícola, arrocero, entre otras, y a actividades de provisión de bienes y servicios).

### **Origen de las SGR.**

Las Pymes han enfrentado históricamente, serios problemas a la hora de encontrar garantías que le permitieran acceder al crédito bancario y al mercado de capitales. Para paliar esta carencia se diseñaron instrumentos financieros que tuvieran en cuenta las particulares necesidades de las pequeñas y medianas empresas. Así nacieron las Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR).<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Basado en el artículo "El camino más directo al crédito". Revista Pymes N° 64, pág. 58/59.

<sup>7</sup> [www.sgr.es](http://www.sgr.es)

### **Objetivos.**

Las SGR son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito bancario por parte de las Pymes, brindando para ello garantías para el cumplimiento de sus obligaciones.

La idea fundamental es que de este modo las firmas de mediano y pequeño porte podrán conseguir financiamiento en condiciones más ventajosas de plazos, tasas y destino de los fondos.

Por otro lado las SGR brindan a sus socios asesoramiento técnico, económico y financiero en forma directa o a través de consultores contratados para ese fin. Las SGR se convirtieron en una opción interesante para las Pymes allá por el 2001/2002, cuando, con un sistema bancario duramente castigado por la crisis, fue necesario generar alternativas de financiamiento no tradicionales.

De este modo, las SGR se convirtieron en el respaldo necesario para acercar a los empresarios Pymes al mercado de capitales<sup>8</sup>.

En la etapa siguiente, cuando se regularizó el sistema financiero y los Bancos públicos aparecieron en escena para convertir en realidad la expectativa de una oferta de financiamiento a las Pymes con líneas de crédito destinadas a fortalecer el capital de trabajo y bienes de capital, las SGR permitieron que las pequeñas y medianas firmas pudieran beneficiarse con tasas de interés de un dígito, en condiciones similares a las que antes estaban reservadas exclusivamente para las grandes empresas.

Como ya se expresara, para conseguir un aval el empresario debe ser socio partícipe de la SGR y presentar un proyecto de negocios que requiera garantías para el cumplimiento de alguna obligación.

---

<sup>8</sup> Basado en el artículo "Con todas las garantías". Revista Pymes. Nº 21, pág. 12.

Las Pymes se benefician en que las SGR aceptan activos intangibles (títulos de créditos futuros, facturas o cheques) como contragarantías, mientras que los Bancos exigen siempre sobre activos reales (prendas, hipotecas, etc.).

La SGR evaluará las condiciones de riesgo crediticio de la Pyme y determinará los límites de la garantía a otorgar y su plazo.

Además de las Pymes, hay otros actores que impulsaron el uso de las SGR: las grandes empresas (socios protectores), que son aportantes al Fondo de Riesgo al ver atractiva la exención del Impuesto a la Ganancias que tienen los aportes a dicho Fondo.

El art. 33 de la ley 24.467 establece que “el objeto principal de las sociedades de garantía recíproca será el otorgamiento de garantías a sus socios partícipes mediante la celebración de contratos regulados en la presente ley”.

Pero, para que funcionen las SGR se necesita el aporte de dinero de los que se conocen como "socios protectores", entre los que se encuentran grandes firmas como Mastellones, Techint, Aluar, Fate y el mismo Banco de la Nación. Además de los socios protectores las SGR pueden contar con socios partícipes que podrán serlo solamente las pequeñas y medianas empresas (sean personas de existencia física o jurídica).

A los fines de su constitución, y durante los primeros 5 años toda SGR habrá de contar con un mínimo de 120 socios partícipes y contar con un capital mínimo de \$ 240.000. Como ya se expresara, se consideran socios protectores todas aquellas personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras que realicen aportes al capital social y al fondo de riesgo.

Queda prohibido a la sociedad celebrar contratos de garantía recíproca con los socios protectores.

**Beneficios fiscales para los socios protectores.**

Para incentivar a los socios protectores a realizar los aportes necesarios, se estableció que el dinero puesto en las SGR quede exento de pagar el Impuesto a las Ganancias, cuya alícuota para esas grandes empresas es del 35%. Asimismo, se establece la exención del pago del IVA de todas las operatorias que realicen las SGR.

Sin embargo, con la ley 25.300 este beneficio (relacionado con el impuesto a las Ganancias) seguirá vigente pero para ello la empresa debe dejar por 4 años inmovilizado el dinero del fondo (el plazo era de 2 años).

Evidentemente esta modificación no le conviene a ninguna empresa grande, pues si tiene que dejar inmovilizado por 4 años el dinero para poder quedar eximida del Impuesto a las Ganancias, podría convenirle más poner el dinero a plazo fijo sin el riesgo que contiene la inversión en una SGR (ello depende de las tasas de interés vigentes para ese tipo de inversiones).

Pero, además, como se descubrió el caso de una SGR que había realizado aportes por una cifra muy superior a los avales otorgados, la ley 25.300 regula esto obligando a otorgar, durante el 1er. año, avales por el 70% de los aportes realizados, el 2do. Año por el 100% de los aportes, y el 3ro. y 4to. Años por el 80% en promedio.

El punto es que, si la SGR no diera avales en las precitadas proporciones estos socios protectores (que no necesariamente están en la administración de las SGR) se verían perjudicados teniendo que pagar (con intereses) el Impuesto a las Ganancias por la diferencia. Es decir, en este punto es donde los aportantes no van a querer arriesgarse a tener que pagar intereses cuando no son ellos los que deciden cuántos avales dar, sino la SGR.

**Límite operativo.**

Cabe destacar que las SGR tienen un límite operativo dado que no podrán otorgar a un mismo socio partícipe garantías superiores al 5% del total de su capacidad de brindar garantías, quedando exceptuadas de esta limitación las SGR que se encuentren constituidas mayoritariamente por entidades bancarias (art. 16 ley 25.300).

Por otra parte, corresponde señalar que es incompatible la condición de socio protector con la de socio partícipe.

**Capital social.**

En cuanto al capital social de las SGR estará integrado, como se ha citado anteriormente, por los aportes de los socios, y estará representado por acciones nominativas de igual valor y número de votos.

En cuanto a la composición del capital social la ley 25.300 establece que la participación de los socios protectores no podrá exceder del 50% del capital social, y la participación de cada socio partícipe no podrá superar el 5% del mismo, correspondiendo también como máximo el 50% del capital social a la totalidad de los socios partícipes.

Además, se establece que las SGR no podrán recibir aportes de socios protectores con afectación específica a las garantías que dicho socios determinen (garantía digitadas). Si desearan hacerlo deberán celebrar contratos independientes del Fondo de Riesgo general (en este caso la deducción impositiva, por estos contratos independientes del Fondo de Riesgo, será equivalente a 2/3 de la que correspondiere para los contratos de garantía normales).

Los aportes de capital deberán ser integrados en efectivo como mínimo en un 50% al momento de la suscripción, y el remanente (también en efectivo) en el plazo máximo de 1 año a contar de esa fecha. Corresponde destacar que la integración total será condición necesaria para que el socio partícipe pueda contratar garantías recíprocas.

### **Distribución de las utilidades.**

En cuanto a las utilidades que generen las SGR (cobran intereses por los contratos de garantía efectuados), deben ser distribuidas de la siguiente forma:

- a) Para reserva legal el 5% anual, hasta completar el 20% del capital social.
- b) La parte correspondiente a los socios protectores podrá ser abonada en efectivo, como retribución al capital aportado.
- c) La parte correspondiente a los socios partícipes se destinará al Fondo de Riesgo en un 50%, pudiendo repartirse el resto entre la totalidad de dichos socios.

En todos los casos en que proceda la distribución de los beneficios en efectivo a que no hemos referido anteriormente, tanto los socios protectores como los partícipes deberán, para tener derecho a percibir las utilidades, haber integrado la totalidad del capital social suscripto y no encontrarse por ningún motivo en mora con la SGR.

### **Órganos sociales.**

Los órganos sociales de las SGR son: a) Asamblea General; b) Consejo de Administración y c) Sindicatura.

La Asamblea se integra por todos los socios, y tiene por función:

- a) Fijar la política de inversión de los fondos sociales.



- b)** Aprobar el costo del otorgamiento de garantías.
- c)** Determinar el mínimo de contragarantías que la SGR habrá de requerir al socio partícipe.

En cuanto al Consejo de Administración\_ tendrá por función principal la administración y representación de la SGR, y estará integrado por 3 personas de las cuales al menos 1 representará a los socios partícipes y al menos 1 a los socios protectores.

Sus atribuciones son:

- a)** Disponer la exclusión de aquellos socios que habiendo recibidos garantías, no hubiesen cumplido con su compromiso. También puede disponer la exclusión cuando los socios no hubiesen integrado en término su compromiso de suscripción al capital social.
- b)** Admitir nuevos socios.
- c)** Nombrar sus gerentes.
- d)** Realizar todos aquellos actos tendientes al logro del objeto social.
- e)** Proponer a la Asamblea el importe total de garantías a otorgar durante el ejercicio económico.
- f)** Proponer a la Asamblea el costo que los socios partícipes deberán oblar para acceder al otorgamiento de garantías.
- g)** Determinar las inversiones a realizar, sobre la base de las pautas que hubiere fijado la Asamblea.
- h)** Someter a la aprobación de la Asamblea el Balance General y Estado de Resultados, y proponer la aplicación de los resultados del ejercicio.
- i)** Reembolso de las acciones existentes (manteniendo los requisitos mínimos de solvencia).

En lo que atañe a la Sindicatura será un órgano de fiscalización integrado por 3 síndicos designados por la Asamblea. Para ser síndico se requiere:

- Ser abogado, licenciado en economía, licenciado en administración de empresas o contador público.
- Tener domicilio en la jurisdicción de la SGR.

Sus funciones son:

- a) Verificar las inversiones, los contratos de garantía, el estado del capital social, las reservas y el Fondo de Riesgo.
- b) Atender los requerimientos y aclaraciones que formule la autoridad de aplicación (Ministerio de Economía) y el Banco Central.

#### **1.4. EL FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES**

Durante los últimos años, y particularmente a partir de la reactivación económica que se inició tras el fin de la convertibilidad, la oferta de instrumentos crediticios para las Pequeñas y Medianas Empresas ha crecido en forma considerable<sup>9</sup>.

El relevamiento realizado en una decena de Bancos, organismos del Estado y entidades privadas da cuenta de esta oferta, por ejemplo: líneas de crédito con tasas de interés subsidiado, fideicomisos, leasing, factoring, fondos de riesgo, sociedades de garantía recíproca, etc.

Conforman sólo una parte de este abanico de soluciones financieras para firmas de mediano y pequeño porte.

Una de las novedades más notables de este último período es que el mercado de capitales, tradicionalmente considerado como un territorio reservado a las grandes empresas, se convirtió en una opción viable para las Pymes. (En ese mercado pueden negociarse Valores de Corto Plazo (VCP), Obligaciones Negociables (ON), fideicomisos financieros (FF) y Cheques de Pago Diferido.

---

<sup>9</sup> Basado en Curso básico de Administración de empresas. Ramiro Gamboa Vázquez. Tomo IV, pág. 13/17

A la hora de optar por financiarse a corto plazo, se debe imponer la cautela: ante la necesidad de hacerse de fondos rápidamente, muchos dueños y directivos de firmas pequeñas y medianas suelen perder de vista la verdadera ecuación en costos y beneficios.

A veces el escaso conocimiento acerca de las opciones que ofrece el mercado, dentro y fuera de los Bancos, puede sumarse las dificultades de las Pymes para poder ser calificadas como beneficiarios de un crédito, y entonces se consolida un escenario en el que prevalece la urgencia sobre la planificación.

Es destacable, por ejemplo, la frecuencia con que las Pymes apelan a los descubiertos en cuenta corriente a pesar de que este instrumento involucra costos considerablemente más altos que los de muchos otros disponibles en el mercado, con lo cual suele neutralizarse la ventaja de la relativa facilidad para obtenerlo.

Para el mediano y largo plazo cada entidad financiera propone un menú especial: a los tradicionales préstamos se suman servicios alternativos como el leasing y los fideicomisos financieros.

#### **1.4.1. PROBLEMAS GENERALES PARA ACCEDER AL CRÉDITO**

Aunque fue un problema siempre, las dificultades para acceder a financiamiento se agudizaron tras la crisis mundial.

Hoy siguen siendo escasas las Pymes que están trabajando con los Bancos, salvo en líneas como los descubiertos en cuenta corriente. La mayoría recurre al financiamiento de sus proveedores y, fundamentalmente, al capital y utilidades propias.

En las empresas pequeñas el financiamiento se compone en un 55% de capital propio y utilidades retenidas, mientras que se reduce al 36% para aquellas empresas medianas.

A la hora de buscar financiamiento las cosas no resultan tan simples para las Pymes, dado que se enfrentan con tasas de interés extremadamente elevadas. Además, la cantidad de firmas que pueden acceder a un crédito bancario apenas supera el 25%.

Un estudio que fuera realizado por la consultora Nielsen indica que sólo el 10,6% de las Pymes tiene cuenta corriente en un Banco.

Si nos preguntamos si el sistema bancario prefiere a las Pymes, podemos afirmar que ello no es así, puesto que sólo el 10% del total de los créditos del sistema bancario es otorgado a las pequeñas y medianas empresas. Además, las pocas empresas de ese tipo que logran obtener un crédito deben pagar excesivas tasas de interés.

Merece destacarse que se aprecia una deficiente coordinación entre los distintos niveles de organismos vinculados con las Pymes. Como la información no está unificada, no llega a todos los potenciales beneficiarios.

Resultado: finalmente son las empresas más preparadas, que menos necesidad tienen de reconvertirse, las que acceden a los fondos, y ello termina aumentando la heterogeneidad que caracteriza a este segmento de empresas.

Las estadísticas disponibles muestran que sólo una de cada diez empresas pequeñas tiene buen acceso al sistema financiero (combina financiamiento de corto y largo plazo y opera con más de dos bancos), menos de un diez por ciento exporta y los vínculos asociativos son mínimos: un 86% de las firmas realiza sus compras en forma individual, según un estudio realizado entre 1.500 empresas.

Se ha podido determinar que siete de cada diez firmas pequeñas y medianas tienen necesidades de financiamiento para capital de trabajo insatisfechas. Además, sólo un 8% de las empresas registra un buen acceso al sistema financiero, considerando como "bueno" a operar con más de dos bancos, tener una estructura de deuda importante de corto y largo plazo y enfrentar tasas inferiores a las del promedio.

La mayor parte de las necesidades se satisfacen con fondos de corto plazo, para cubrir descalces del negocio. Una encuesta entre 1.000 Pymes mostró que el financiamiento vía proveedores es, por lejos (con un 37%), la herramienta más utilizada por las Pymes locales.

La mayoría de las firmas consultadas señaló que las tasas, los plazos y las garantías exigidas por los bancos condicionan el acceso al financiamiento y limitan la evolución de sus negocios.

Pese a todo lo expuesto, hacer recaer toda la culpa sobre los bancos o sobre las Pymes, depende del lugar en el que esté situado. Desde las entidades, se repite que la subdeclaración impositiva y la difusión de la economía negra que está presente en el sector atentan contra la presentación de carpetas para solicitar créditos.

Para colmo, una vez sorteado este obstáculo, aparece la falta de información de siempre: los bancos no tienen estudios de seguimiento sectorial para la heterogeneidad del mundo Pyme.

Y analizar una carpeta de crédito para un préstamo chico vale lo mismo que para uno de varios millones. ¿Cuánto, exactamente?; el costo de análisis inicial de una carpeta de crédito está en los 15.000 bolivianos. Este monto, en una operación por

150.000 bolivianos a un año representa un costo fijo del 10% anual, mientras que en una de tres millones a dos años implica uno del 0,25%.

El alto grado de aislamiento es otra de las dificultades centrales que los economistas identifican entre las Pymes locales, es decir, hay muy poca vinculación interempresarial para abordar acciones asociativas, tanto en los mercados de venta de sus productos como en los de compras de sus equipos o insumos. Son escasas las firmas medianas o chicas que realizan sus compras en forma asociada.

El Gobierno quiere estimular distintas formas de cooperación entre empresas. Para ello, pretende alentar consorcios de exportación, fomentar la interacción a través de las agencias regionales y promover la formación de cadenas de proveedores.

#### **1.4.2. HERRAMIENTAS DE FINANCIACIÓN**

El reducido y oneroso acceso al crédito de las Pymes se debe a que los Bancos consideran a las firmas riesgosas, y además estas instituciones financieras tratan de reducir el costo administrativo de sus fondos concentrando los préstamos que otorgan en firmas.

Esto plantea un problema para el financiamiento comercial de las empresas chicas, y naturalmente para sus posibilidades de aumentar sus inversiones.

En resumen, debe tenerse en cuenta la importancia económica de apuntalar el desempeño de las firmas menores, cuyo progreso contribuirá, además, a ampliar la base imponible y consecuentemente las posibilidades recaudatorias de impuestos del Estado.

El preconcepto de ser cumplidores es el principal condicionante para acceder a fuentes de financiamiento. De hecho, los bancos comerciales no miran a este

segmento (Pymes) por considerarlo de alto riesgo, al tiempo que la exigua demanda de dinero los convierten en poco rentables.

Encontrar un crédito a la medida de un microemprendimiento no es tarea sencilla. Sus pequeñas estructuras no sirven para ser usadas en garantía y su carácter de economía "informal", se convierte en la principal traba para que los bancos lo cuenten entre sus clientes.

Las instituciones que apoyan este segmento saben que el riesgo es grande. Sin embargo en la práctica sus niveles de morosidad no superan el 5%.

Veamos ahora por qué las Pymes son reacias a solicitar créditos en los Bancos: La respuesta a esta pregunta no es simple.

Vamos a suponer que este punto se hubiere cumplido, si en algún momento a la Pyme se le rechazó un cheque por falta de fondos, aparecerá "tachado" en el requisito número dos, que consiste en no figurar en ninguna Base de Datos Comerciales (tipo Veraz u otras).

Para aquellos que pudieron sortear estos dos primeros escollos, el Banco le exigirá, además, que no sólo exhiba su proyecto, sino que le demuestra cómo sobrevivió y cómo piensa sobrevivir en el futuro. Por ello, en ese instante se le solicitará un Balance Proyectado y un Flujo de Fondos a 36 meses como mínimo.

Pero, aunque todo esto sea preparado, son pocos los Bancos que se "animan" a dar un crédito a mediano plazo y a una tasa de interés baja.

Por esa razón, muchas de estas Pymes reciben la misma respuesta: "el comité de crédito de este Banco considera que su idea es buena pero que su plan a tres años no cierra; por eso únicamente le podemos dar un adelanto en su cuenta corriente por 180 días a la tasa del mercado".

Así, la Pyme abandona su ilusión y continúa trabajando con lo que tiene, es decir, sin un verdadero desarrollo industrial y con alto atraso tecnológico.

Podemos observar a continuación lo difícil que resulta acceder a un crédito bancario, en función del volumen de documentación exigida:

**Requisitos exigidos por las instituciones financieras para el otorgamiento de créditos.**

- Copia de los últimos tres balances.
- Copia autenticada del Estatuto Social
- Copia autenticada de Acta de Asamblea con designación de autoridades (última)
- Copia autenticada de Acta de Asamblea con distribución de cargos (última).
- Copia autenticada de Acta de Asamblea que aprueba la distribución de utilidades del último ejercicio.
- Fotocopia de los comprobantes de pago del IVA de los últimos seis meses.
- Fotocopia de los comprobantes de pagos de aportes jubilatorios, cargas sociales y Obra Social de los últimos seis meses.
- Declaración Jurada del Impuesto a las Ganancias del último año.
- Reseña breve de la actividad y destino de los fondos solicitados.
- Detalle de las contragarantías a ofrecer.
- Deuda bancaria actualizada.
- Manifestación de bienes de los socios/directores de las empresas.
- Flujo de caja estimado que acompañe el plazo del crédito solicitado.
- Ventas de los últimos tres años y de lo que va del corriente.

**1.5. LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO**

Los Cheques de Pago Diferido son órdenes de pago libradas a una fecha determinada, posterior a la fecha de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en



descubierto. Este instrumento es ampliamente utilizado en el exterior en beneficio de las Pymes<sup>10</sup>.

El Cheque de Pago Diferido es un cheque especial, y constituye una radical innovación respecto a la concepción tradicional del cheque como instrumento de pago, sustituto de dinero, o cuasi dinero.

El plazo máximo admitido para la emisión de un cheque de esta naturaleza es de 360 días.

Los Cheques de Pago Diferido en el Mercado de Valores permiten a quien tiene Cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días) adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos Cheques a cambio de tasas de interés futuras.

### **Una opción más para financiarse a bajo costo**

Las pequeñas y medianas empresas enfrentan serios problemas a la hora de conseguir financiamiento. Las fuentes de fondos tradicionales presentan grandes obstáculos para este tipo de empresas, solicitando cumplir con una gran cantidad de requisitos y cobrando altas tasas por sus servicios.

En este contexto, el Mercado de Capitales ofrece a las Pymes diferentes herramientas que le posibilitan acceder a financiamiento a tasas similares a las que obtienen grandes empresas y disponer de los fondos en el corto plazo.

### **1.6. ¿QUÉ CHEQUES PUEDEN NEGOCIARSE?**

Los Cheques de Pago Diferido, para que puedan ser negociados en el Mercado, deben cumplir con los siguientes requisitos:

- ✓ Librados por importes no inferiores a Bs1000.

---

<sup>10</sup> <http://www.bolsacba.com.ar/default.aspx?idZona=139>

- ✓ Endosado por el beneficiario a favor de la EDV S.A. con la expresión: “Endosado a la Entidad de Deposito de Valores S.A. para su negociación en el Mercado de Valores.”, y depositados en ella por una Agencia de Bolsa.

### **1.6.1. CLASIFICACIÓN**

Los Cheques de Pago Diferido cuentan con tres sistemas de negociación, según quien se responsabilice del pago.

#### ➤ **En el sistema Patrocinado**

Por medio del cual una empresa, previa autorización de la Bolsa de Valores libra cheques a plazo, negociables en el Mercado de Valores. En otras palabras, la empresa interesada presenta la solicitud ante la Bolsa de Valores a fin de ser autorizada para que sus cheques se negocien en el Mercado. Una vez autorizada la negociación, los beneficiarios de los cheques emitidos por aquella, pueden optar por retirarlos o negociarlos.

### **CHEQUE DE PAGO DIFERIDO PATROCINADO**

La empresa interesada en que los Cheques de Pago Diferido que ella misma libra se negocien, debe presentarse ante la Bolsa de Valores para que ésta la autorice a cotizar. Una vez que la Bolsa autoriza la negociación, deben entregarse los cheques a la Caja de Valores S.A. (Entidades Deposito de Valores encargada de la custodia de los mismos) a través de una Agencia de Bolsa. De esta manera, los beneficiarios tendrán la opción de retirarlos, o de negociarlos estableciendo la tasa de descuento tope<sup>11</sup>.

Podrán solicitar autorización las sociedades comerciales legalmente constituidas, las cooperativas, las asociaciones civiles, mutuales y fundaciones que emitan Cheques de Pago Diferido a favor de terceros.

---

<sup>11</sup> <http://www.bolsacba.com.ar/default.aspx?idZona=139>

Una vez que la empresa está autorizada a cotizar Cheques de Pago Diferido, los envía a la Caja de Valores S.A. (Entidades Deposito de Valores), a donde debe presentarse el beneficiario de los documentos (proveedor) a fin de endosarlos a favor de ésta, para su posterior negociación en el mercado<sup>12</sup>.

Una agencia de bolsa depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición.

De esta manera, los beneficiarios de los cheques (proveedores de bienes y/o servicios) pueden hacerlos líquidos en el mercado sin que recaiga ningún tipo de calificación sobre ellos.

La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.

La responsabilidad tanto del emisor como del beneficiario es la enunciada en la Ley de Cheques; o sea, rige la cadena de endosos, excluyendo el de la Caja de Valores S.A. (Entidades Deposito de Valores).

## **BENEFICIOS**

### **Para la empresa patrocinadora**

- La empresa patrocinadora de los Cheques de Pago Diferido encuentra en este sistema de negociación de cheques, una nueva alternativa para financiar capital de trabajo. Además, gana prestigio y reconocimiento por cotizar en la Bolsa.
- Por otro lado, permite obtener mejores condiciones y plazos en los pagos, ya que otorgan mayor seguridad a los proveedores. La Bolsa, verifica la

---

<sup>12</sup> [http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago\\_dif.php](http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago_dif.php)

inexistencia de defectos formales y la autenticidad y legitimación de los firmantes; lo que permite transmitir mayor confianza a los beneficiarios.

### **Para el beneficiario**

- La negociación en el Mercado de los Cheques de Pago Diferido permite al beneficiario negociar los cheques a tasas de descuentos similares a las que acceden las grandes empresas en un muy corto plazo. Además, al decidir la negociación y recurrir a una Agencia de Bolsa, puede fijar la tasa máxima a la cual desea que sea vendido el cheque.

### **Para el inversor**

- La compra de un Cheque de Pago Diferido negociado en el Mercado representa una oportunidad para pequeños inversores, que obtienen buenas tasas aún invirtiendo bajos montos.

### **Autorización de la Bolsa de Valores**

- Junto con la solicitud para cotizar Cheques de Pago Diferido patrocinados, la empresa debe remitir a la Bolsa la siguiente documentación:
- Copia certificada del estatuto o contrato social vigente, con indicación de las reformas en trámite.
- Indicación del domicilio o sede social inscripto
- Nómina de los administradores o de los integrantes del órgano de administración y, en su caso, de la sindicatura u órgano de fiscalización, y del contador dictaminante, con indicación de la fecha de vencimiento de sus mandatos, número de documento de identidad, domicilio especial constituido, en formularios que suministrará la Bolsa firmados por los interesados en carácter de declaración jurada, acompañada de la documentación que acredite su designación y constancia de la pertinente inscripción registral. Toda vacante en la composición de tales órganos debe

ser informada dentro de los cinco (5) días, remitiendo respecto de los nuevos miembros los datos antes indicados (*tanto de miembros titulares como suplentes*).

- Estados contables anuales auditados correspondientes al último ejercicio, tal como fueron presentados a la respectiva autoridad de control, con constancia de su aprobación por el órgano social correspondiente.
- Declaración jurada acerca de la no verificación de cualquiera de los supuestos contemplados.
- Copia del acta de la reunión de los administradores, o en su caso del órgano de administración, en la que conste la decisión de solicitar la cotización de los cheques.

## **VENTAJAS**

Los Cheques de Pago Diferido patrocinados son una excelente herramienta de financiación de capital de trabajo y permiten<sup>13</sup>:

- Generar mejores condiciones y plazos de pago, liberando así otras líneas de crédito;
- Ofrecer a los beneficiarios liquidar los documentos al menor costo y con la mayor agilidad,
- Brindar asistencia a Pymes proveedoras, ayudando así a promover la empresa y fidelizar proveedores;
- Y acceder al prestigio y reconocimiento de cotizar en Bolsa.

### ➤ **En el sistema Avalado**

El sistema avalado es exclusivo para Pymes o personas físicas<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> [http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago\\_dif.php](http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago_dif.php)

<sup>14</sup> [http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago\\_dif.php](http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago_dif.php)

Para negociar cheques de sus clientes o propios, las Pymes deben incorporarse como socio partícipe a una SGR autorizada a cotizar Cheques en la Bolsa, ya que la SGR puede cotizar cheques que tengan como beneficiarios a sus socios Pymes, para estar en condiciones de garantizar el pago mediante un aval.

Las Pymes envían cheques propios o de terceros (entregados por sus clientes) a la SGR para que ésta los avale y envíe a la Bolsa para su posterior negociación. De esta manera, ante cualquier dificultad de cobro del cheque garantizado, la sociedad de garantía recíproca se transforma en principal pagador abonando el monto comprometido.

Una agencia de bolsa depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición.

La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.

En este sistema, no es la empresa la que solicita autorización para negociar los cheques, sino que la presenta una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

Es decir, que las SGR autorizadas por la Bolsa de Valores pueden negociar los cheques que libren sus socios partícipes o aquellos de los cuales los mismos sean beneficiarios; respaldando la operación con su aval.

### **CHEQUE DE PAGO DIFERIDO AVALADO**

- El sistema de negociación de Cheques de Pago Diferido avalados, se caracteriza por ser una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) quien presenta la solicitud ante la Bolsa para ser autorizada. Es decir, la SGR

previa autorización de la Bolsa de Valores, negociará los cheques pertenecientes a sus socios partícipes, avalados a su vez por ella misma<sup>15</sup>.

- Quien compra un cheque por este medio, lo hace a la SGR, sin tomar conocimiento del nombre del librador ni del beneficiario. En caso de incumplimiento por parte del librador, la SGR se hará cargo del pago de la deuda, por lo que el riesgo de incobrabilidad del mismo es prácticamente nulo.
- Esto le permite a las Pymes que no califican para ser empresas patrocinadoras acceder, a través de una SGR, a la negociación de cheques de pago diferido obteniendo tasas de descuento inferiores a las que obtendrían en las entidades financieras o en “mercados informales”

Bajo esta modalidad pueden presentarse dos tipos de operaciones:

- Negociación de cheques diferidos que reciben los socios partícipes de sus clientes (de terceros)
- Negociación de cheques diferidos propios del socio partícipe

### **BENEFICIOS**

- Al estar los cheques avalados por la SGR, el riesgo de incobrabilidad es prácticamente nulo, lo que permite obtener tasas de descuento similares a las que obtienen grandes empresas. Esto le da la posibilidad a las Pymes que, sin figurar su nombre, pueda negociar cheques tanto propios como de terceros. Los avales de la SGR transmiten confianza y tranquilidad a los inversores y además, por ser una operación de Bolsa, no está alcanzado por el impuesto a los débitos y créditos bancarios.

---

<sup>15</sup> <http://www.bolsacba.com.ar/default.aspx?idZona=139>

### **Procedimiento**

- Las Pymes que deseen utilizar este sistema, deben asociarse a una SGR que se encuentre autorizada por la Bolsa de Valores para negociar cheques de pago diferido. Para ello, deben cumplir con los requisitos impuestos por la SGR y obtener la calificación. Una vez que forman parte de la misma, deben entregar a la SGR los cheques que desean negociar. Una vez que el cheque es avalado por la SGR y autorizado por la Bolsa; el cheque se ofrece para su negociación, a través de una Agencia de Bolsa, especificando la tasa máxima que está dispuesta a pagar la Pyme. Una vez vendido el cheque la Agencia de Bolsa realiza el pago correspondiente.

### **Autorización**

- Las Sociedades de Garantía Recíproca que deseen solicitar autorización a la Bolsa deben presentar ante la misma:
- Copia certificada del estatuto o contrato social vigente, con indicación de las reformas en trámite.
- Indicación del domicilio o sede social inscripto y del número de NIT
- Nómina de los administradores o de los integrantes del órgano de administración y, en su caso, de la sindicatura u órgano de fiscalización, y del contador dictaminante, con indicación de la fecha de vencimiento de sus mandatos, número de documento de identidad, domicilio especial constituido, en formularios que suministrará la Bolsa firmados por los interesados en carácter de declaración jurada, acompañada de la documentación que acredite su designación y constancia de la pertinente inscripción registral. Toda vacante en la composición de tales órganos debe ser informada dentro de los cinco (5) días, remitiendo respecto de los nuevos miembros los datos antes indicados (*tanto de miembros titulares como suplentes*). Para ver modelo de formulario Estados contables anuales auditados correspondientes al último ejercicio, tal como fueron presentados



a la respectiva autoridad de control, con constancia de su aprobación por el órgano social correspondiente.

- Declaración jurada acerca de la no verificación de cualquiera de los supuestos contemplados.
- Copia del acta de la reunión de los administradores, o en su caso del órgano de administración, en la que conste la decisión de solicitar la cotización de los cheques.

### **VENTAJAS**

Los Cheques de Pago Diferido avalados constituyen una nueva alternativa de financiación que permite<sup>16</sup>:

- ✓ negociar cheques propios y recibir cheques endosables,
- ✓ acceder a tasas similares a las obtenidas por grandes empresas por contar con el aval de una SGR,
- ✓ mantener al librador y a la pyme beneficiada en el anonimato, ya que la que cotiza en Bolsa es la SGR,
- ✓ equiparar tasa y comisión con todos los clientes de la Pyme y
- ✓ acercar a la empresa al mercado de capitales

#### ➤ **En el sistema de Cheques Endosados (Directo)**

Las sociedades cotizantes de acciones en la Bolsa pueden negociar los cheques de sus clientes en el mercado.

Cualquier beneficiario de un Cheque de Pago Diferido cuya actividad principal se desarrolle en el ámbito geográfico o zona de influencia de la Bolsa de Valores y el Mercado de Valores, puede solicitar autorización para su negociación a través de una Agencia de Bolsa<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> [http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago\\_dif.php](http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago_dif.php)

<sup>17</sup> <http://www.bolsacba.com.ar/default.aspx?idZona=139>

### **1.7. OPERACIONES DE MESA DE NEGOCIACIÓN**

La Mesa de Negociación es un mecanismo centralizado extra-bursátil que tiene como objetivo fundamental el desarrollo de un mercado de valores organizado.

Las operaciones con Valores en la Mesa de Negociación, no implican calificación de los mismos, ni de sus participantes. Dichas operaciones sólo pueden servir para establecer precios de referencia para los mismos.<sup>18</sup>

Las Bolsas de Valores fijan un horario especial para la realización de las ruedas en la Mesa de Negociación, y el mismo tiene una duración máxima de treinta (30) minutos, sin que interfiera el normal funcionamiento de las operaciones bursátiles.

Las operaciones de la Mesa de Negociación, así como la inscripción de los participantes y los Valores que se negocien en la misma, están reglamentadas por las Bolsas de Valores.

Los Valores objeto de transacción en la Mesa de Negociación, son los siguientes:  
**Pagarés:** Son Valores que representan una obligación del emisor. Pueden ser emitidos por cualquier tipo de persona (Artículos 592 al 599 del Código de Comercio).

Los emisores autorizados son las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), y el plazo máximo de emisión es de 270 días.

### **1.8. LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO DE VALORES (E.D.V.)**

Los Mercados de Valores actuales requieren que las transacciones que en ellos se realizan se lleven a cabo bajo las mejores condiciones de seguridad y agilidad, por

---

<sup>18</sup> <http://www.bbv.com.bo/>

ello, la búsqueda constante de mecanismos e instrumentos que tiendan a hacer que los mismos sean más eficientes.<sup>19</sup>

En este contexto, los Mercados de Valores han introducido ya hace varias décadas, los Depósitos Centralizados de Valores, Cajas de Valores, Depósitos de Valores o Entidades de Depósito.

Como ejemplo podemos citar a los E.E.U.U.; los países de Europa en su gran mayoría; y en la región a Brasil, Perú, Argentina, Chile, Colombia, México y Costa Rica.

Respecto al origen de las Entidades de Depósito, cabe señalar que conforme los mercados fueron creciendo y desarrollándose, se incrementaba la cantidad de valores que debían ser entregados en cada liquidación hasta que ese volumen alcanzó tal proporción que llegó a poner en riesgo el desarrollo de los mercados.

Así sucedió en Nueva York, donde a finales de la década de los sesenta se produjo la denominada "paper crisis" que obligó a suspender un día de contratación semanal y a evitar la manipulación de los Valores.

En los demás países con mercados bursátiles consolidados también se produjeron estrangulamientos en la liquidación. La solución a este problema fue similar en todos los mercados; consistió en la creación de organismos centralizados de depósito, compensación y liquidación.

### **La Entidad de Depósito**

Se define como el establecimiento de comercio cuyo objeto es custodiar y administrar Valores de manera centralizada y sus principales responsabilidades

---

<sup>19</sup> MERCADO DE VALORES Y BOLSA DE VALORES 2009-LIC. ARNOLD SALDÍAS POZO

son la administración y transferencia de los derechos de propiedad de los Valores, así como la liquidación y compensación de las correspondientes operaciones bursátiles.

### **El depósito o custodia**

Conlleva la existencia de óptimos sistemas de seguridad y confidencialidad, e implica que una vez que los Valores son entregados a la entidad de depósito, los mismos permanecen allí bajo su vigilancia y responsabilidad, garantizándose su seguridad e integridad hasta su posterior devolución o transferencia.

El elemento material, corpóreo y tangible de los Valores hace que los mismos se encuentren expuestos a una serie de riesgos tales como extravíos, robos, hurtos, pérdidas materiales por incendios, inundaciones etc. Asimismo, cuando se produce una transacción, existe una constante manipulación física, por lo tanto con la Entidad de Depósito este riesgo disminuye considerablemente, debido a que los Valores son depositados o entregados físicamente, para que ésta se encargue de su guarda y custodia, por ello se exige que las Entidades de Depósito cuenten con sistemas y mecanismos que garanticen la integridad física del título-valor y la seguridad de los sistemas informáticos que maneja.

Por otro lado existe la posibilidad de que las Entidades de Depósito contraten los servicios de Entidades de Custodia como por ejemplo Bancos, quienes se encargan de realizar dicha tarea.

### **La compensación y liquidación**

Por su parte es el proceso por el cual se concilian las cuentas de los clientes de la entidad de depósito, abonando o debitando las operaciones que estos realizan y determinando el monto de dinero que cada quien deberá pagar o recibir y los valores que cada quien deberá entregar u obtener. La liquidación consiste en

hacer efectivos los pagos y cobros de las operaciones que han realizado sus participantes.

### **La administración**

Es un servicio complementario realizado por la Entidad de Depósito que consiste en el manejo de los valores que son entregados en depósito, entendiéndose por esto el ejercicio de los derechos económicos o patrimoniales emergentes de los Valores, de esta forma, la Entidad de Depósito puede encargarse de los cobros de dividendos, cupones, intereses, etc., siempre por cuenta de los propietarios de los valores.

### **La Desmaterialización**

La Entidad de Depósito permite que las operaciones se realicen en forma más rápida, debido a que el depósito de los Valores produce su desmaterialización, que también conocida como desincorporación, truncamiento o espiritualización, sea el proceso por el cual se suprime el documento físico y se lo reemplaza por un registro contable informático.

De esta forma al producirse una transacción ya no es necesaria la manipulación del título, y que el mismo pase físicamente de un agente de bolsa al otro, sino que la transferencia se produce en forma informática, en los registros de la Entidad de Depósito, por consiguiente, las operaciones en el Mercado de Valores se realizan en forma más eficiente e incluso abre las puertas a la globalización mediante las transacciones internacionales de valores.

Con las Entidades de Depósito los Mercados de Valores se modernizan y alcanzan los estándares internacionales que hoy existen en materia bursátil producto de la globalización e internacionalización de los mercados por eso es

importante que cada país cuente con depósitos centralizados de valores eficientes.

La Ley del Mercado de Valores incorpora a las Entidades de Depósito de Valores como sociedades anónimas de objeto exclusivo y de duración indefinida, se encuentran bajo la fiscalización y requieren de la autorización de esta entidad reguladora para su funcionamiento, pudiendo prestar todos los servicios descritos anteriormente, la Ley establece que estas entidades deben constituir un capital mínimo, constituir las garantías exigidas, contratar seguros y contar con adecuadas instalaciones, sistemas y reglamentos, asimismo la Ley contempla la desmaterialización de Valores, estableciendo que los valores podrán ser representados mediante anotaciones en cuenta a cargo de la entidad de depósito y que el depósito registrará la representación mediante anotación en cuenta de los valores.

La incorporación y funcionamiento de la Entidad de Depósito en el Mercado de Valores permite, en términos generales, que las operaciones bursátiles sean más seguras, rápidas y eficientes.

## **DEFINICIÓN DE TÉRMINOS BÁSICOS**

- **SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA (SGR)<sup>20</sup>** son “Sociedades Comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito a las Pymes a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones”.
  
- **AGENTE DE BOLSA<sup>21</sup>** Concepto utilizado en el área bursátil, de títulos. En inglés Stock broker. Persona física o moral que se dedica profesionalmente a la Compra y Venta de Acciones, bonos y valores en general, cobrando una comisión por sus servicios.
  
- **MERCADO DE CAPITALES<sup>22</sup>** Espacio conformado por las bolsas de valores, bancos, compañías aseguradoras e inversionistas donde se negocian los títulos valores que se emiten a mediano y largo plazo, tales como los bonos y acciones de las sociedades anónimas, los instrumentos de las instituciones financieras y los de deuda pública, entre otros.
  
- **MERCADO DE DINERO<sup>23</sup>** Es aquél en que concurren toda clase de oferentes y demandantes de las diversas operaciones de crédito e inversiones a corto plazo, tales como: descuentos de documentos comerciales, pagarés a corto plazo, descuentos de certificados de depósitos negociables, reportes, depósitos a la vista, pagarés y aceptaciones bancarias.

---

<sup>20</sup> [www.portalpymes.mendoza.gov.ar](http://www.portalpymes.mendoza.gov.ar)

<sup>21</sup> [http://www.eco-finanzas.com/diccionario/A/AGENTE\\_DE\\_BOLSA.htm](http://www.eco-finanzas.com/diccionario/A/AGENTE_DE_BOLSA.htm)

<sup>22</sup> <http://www.serfinco.com/glossary/default.asp?l=M>

<sup>23</sup> <http://www.zonagratis.com/curiosidades/DicEconomia/M.htm>

Los instrumentos del mercado de dinero se caracterizan por su nivel elevado de seguridad en cuanto a la recuperación del principal, por ser altamente negociables y tener un bajo nivel de riesgo.

- **MERCADO DE VALORES**<sup>24</sup> Lugar donde se reúnen demandantes y oferentes con el fin de facilitar el intercambio de títulos valores, previo acceso a la información esencial.
  
- **CHEQUES DE PAGO DIFERIDO**<sup>25</sup> son órdenes de pago libradas a una fecha determinada, posterior a la fecha de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto.

Este instrumento es ampliamente utilizado en el exterior en beneficio de las Pymes. El plazo máximo admitido para la emisión de un cheque de esta naturaleza es de 360 días.

- **PYMES**<sup>26</sup> La BBV cuenta con una metodología propia para determinar qué empresas son consideradas como Pequeñas o Medianas para el Mercado de Valores. Esta metodología está basada en tres variables: ventas anuales, patrimonio y número de empleados.

---

<sup>24</sup> <http://www.serfinco.com/glossary/default.asp?l=M>

<sup>25</sup> [www.cnv.gov.ar/.../introducciongeneralcheque.asp](http://www.cnv.gov.ar/.../introducciongeneralcheque.asp)

<sup>26</sup> <http://www.bbv.com.bo/pymes.pymes.asp>



**Para Empresas Productivas:**

	<b>Ingresos por Ventas Anuales (en \$us.)</b>	<b>Patrimonio Neto (en \$us.)</b>	<b>Personal Ocupado</b>
<b>Microempresa</b>	Entre 0 y 100,000	Entre 0 y 60,000	1 a 10
<b>Pequeña Empresa</b>	Entre 100,001 y 350,000	Entre 60,001 y 200,000	11 a 30
<b>Mediana Empresa</b>	Entre 350,001 y 5,000,000	Entre 200,001 y 3,000,000	31 a 100

**Para Empresas de Servicios:**

	<b>Ingresos por Servicios Anuales (en \$us.)</b>	<b>Patrimonio Neto (en \$us.)</b>	<b>Personal Ocupado</b>
<b>Micro Empresa</b>	Entre 0 y 60,000	Entre 0 y 30,000	1 a 5
<b>Pequeña Empresa</b>	Entre 60,001 y 250,000	Entre 30,001 y 100,000	6 a 20
<b>Mediana Empresa</b>	Entre 250,001 y 4,000,000	Entre 100,001 y 2,000,000	21 a 50

- **MESA DE NEGOCIACION**<sup>27</sup> Es un sistema para la transacción de pagarés, facturas cambiarias y letras de cambio de sociedades inscritas y autorizadas únicamente por la Bolsas de valores.
- **LIBRADOR**<sup>28</sup> (maker). Persona que expide un cheque, o sea, quién ordena el pago a la institución de crédito.

<sup>27</sup> <http://mesa-de-negociacion.blogspot.com/>

<sup>28</sup> <http://www.cnbv.gob.mx/recursos/Glosario1L.htm>

- **REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES<sup>29</sup>** Registro público que tiene por objeto inscribir a las personas naturales y jurídicas, emisiones, valores y otros participantes del mercado de valores y proporcionar información al público en general.

La información del Registro del Mercado de Valores es de libre acceso al público. La inscripción en el Registro del Mercado de Valores obliga a todas las personas a mantener actualizada su información.

---

<sup>29</sup> <http://www.bbv.com.bo>

## **CAPÍTULO III**

# **MARCO METODOLÓGICO**

Lic. Marcelo Adrián Morales Gutiérrez

## **3.1 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN**

### **3.1.1 MÉTODOS**

Para lograr los objetivos del presente trabajo se utilizaron los siguientes métodos:

#### **MÉTODO DESCRIPTIVO**

Busca especificar las propiedades importantes de personas, grupos, comunidades, o cualquier otro fenómeno que sea sometido a análisis<sup>1</sup>.

Este método permitió describir las oportunidades de los Cheques de Pago Diferido como alternativa de financiamiento para las Pymes en el Mercado de Valores.

#### **MÉTODO ANALÍTICO**

Es la separación material o mental del objeto de la investigación en sus partes integrantes en sus partes integrantes, para descubrir los elementos esenciales que lo conforman y descubren características del objeto de investigación.<sup>2</sup>

El análisis inicia su proceso de conocimiento por la identificación de cada una de las partes que caracterizan los Cheques de Pago Diferido y es así que se puede establecer las relaciones causa efecto entre los elementos que comprenden los elementos de investigación.

Para lo cual se analizó la demanda de alternativas de financiamiento de las Pymes en el Mercado de Valores.

### **3.1.2 TÉCNICAS**

---

<sup>1</sup> Mendoza Carlos E., *Metodología Diseño y Desarrollo del Proceso de Investigación*, 3ª Edición 2001, pág. 146

<sup>2</sup> Ídem. pág. 123

El uso de técnicas de investigación determina los procedimientos y la forma de utilización de estos, los mismos que nos dieron un lineamiento para el desarrollo de una investigación coherente y eficaz.

El tipo de técnicas que se utilizaron en esta investigación fueron las siguientes:

- ✓ Entrevistas a personas que tengan conocimiento sobre los Cheques de Pago Diferido.
- ✓ Revisión bibliográfica de libros relacionados con los Cheques de Pago Diferido, Mercado de Valores, entre otros.
- ✓ Revisión de información de artículos en la Web relacionados con los Cheques de Pago Diferido en otros países como ser Uruguay, Argentina, Paraguay, etc.

## **CAPÍTULO II**

### **MARCO REFERENCIAL**

Lic. Marcelo Adrián Morales Gutiérrez

## **2. ANTECEDENTES DEL CHEQUE DE PAGO DIFERIDO**

Los antecedentes del Cheque de Pago Diferido los encontramos en nuestro subcontinente pues este instrumento jurídico ha sido creado por juristas latinoamericanos, lo que de por sí resulta importante teniendo en cuenta que usualmente las nuevas figuras o instrumentos jurídicos son creados en Europa o en Estados Unidos.

De esta manera fue en la República Oriental del Uruguay donde se emitió la primera norma sobre Cheque de Pago Diferido, nos referimos a la Ley N° 14412 del 29 de julio de 1975, publicada en el diario oficial el 14 de agosto de 1975, denominada “Ley de Cheques”, la misma que define al Cheque de Pago Diferido, lo diferencia del cheque común, regula sus enunciaciones esenciales, establece el plazo para su presentación a cobro, entre otros aspectos; resultando por cierto una novedad jurídica que produjo un gran debate en Uruguay, según refiere Villegas<sup>1</sup>.

El siguiente país en incorporar el Cheque de Pago Diferido a su legislación fue Argentina, por Ley N° 24.452 del 08 de febrero de 1995, considerándose al mismo como un título a “*días vista*”, siendo el caso que inicialmente resultaba necesario presentarlo a la entidad bancaria girada a efectos de su “*registración*”. Posteriormente, se introdujeron reformas mediante la Ley N° 24.760, que determinaron que el beneficiario o ulterior endosatario sean quienes decidan si registran o no el Cheque de Pago Diferido.

Asimismo, se brinda una definición legal de este instrumento y se señala el plazo que debe transcurrir para su presentación a cobro.

El siguiente antecedente regional lo encontramos en Paraguay, país en el cual se promulgó la Ley N° 805 del 16 de enero de 1996, que “*crea la figura del Cheque*

---

<sup>1</sup> VILLEGAS, Carlos Gilberto...Títulos Valores y Valores Negociables, 1° Edición, La Ley, Buenos Aires, 2004, p. 690.

de *Pago Diferido*” vía modificación del Código Civil paraguayo.

Asimismo, se señalan las características de este instrumento y se regula el plazo para su presentación a cobro. Toda esta normativa extranjera será objeto de mayor comentario cuando posteriormente se desarrolle el punto referido a legislación comparada.

## **2.1. ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS**

En primer término Cheque de Pago Diferido es una orden de pago, que a diferencia de la orden de pago pura y simple del cheque común, está sujeta a condición. Como se había indicado en la introducción de este trabajo, el Cheque de Pago Diferido introduce una radical innovación respecto a la concepción tradicional del cheque como instrumento de pago.

Al respecto, Beaumont y Castelares señalan: *“No podemos negar el inicial rechazo que produce este cheque especial (...) y, a que es condición para emitir un cheque tener ya constituidos fondos disponibles en la cuenta corriente girada; y, además, a que el cheque es sustituto de dinero (...) pero si apreciamos la realidad y las necesidades de los operadores que usan el cheque como instrumento de pago, hacía falta un instrumento especial que a modo de excepción permitiese suspender el derecho que tiene el tenedor del cheque a presentarlo a cobro”*.<sup>2</sup>

En segundo lugar, caracteriza al Cheque de Pago Diferido la **condición** que contiene, esto es, que será pagadero desde la fecha que indica la cláusula: *“Páguese desde el...”*. Se trata entonces de una suspensión del derecho del tenedor para su presentación a cobro. Esta condición resulta absolutamente necesaria para la emisión de un Cheque de Pago Diferido, es decir, no puede omitirse su inclusión en forma explícita y clara.

---

<sup>2</sup> BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo y CASTELARES AGUILAR, Rolando...Op. Cit. p. 579.



En tercer lugar, también caracteriza al Cheque de Pago Diferido que su emitente deberá contar con fondos suficientes en la cuenta corriente respectiva a la fecha de su presentación a pago, esto significa que al momento de la emisión no será necesario ni obligatorio que el emitente tenga dichos fondos, como ocurre con el cheque común.

Resulta razonable que se exija la tenencia de los mismos en la fecha en que resulta factible su pago, pues de lo contrario se inmovilizarían los mismos en forma innecesaria, lo que significaría un perjuicio económico y/o financiero para el emitente, lo que anularía la ventaja de utilizar este cheque especial. De otro lado, las consecuencias que genera el incumplimiento de esta obligación son las mismas que en el caso del cheque común.

### **2.1.1. DIFERENCIA CON EL CHEQUE COMUN** <sup>3</sup>

La primera diferencia entre el cheque común y el Cheque de Pago Diferido es que el primero no requiere de denominación específica como si ocurre con el segundo.

El requisito de la denominación también distingue al cheque común de otros títulos valores como la Letra de Cambio o el Pagaré, puesto que en estos últimos si resulta necesario especificar su naturaleza, igual ocurre con el Cheque de Pago Diferido como lo veremos al examinar los requisitos especiales del mismo. Este requisito conlleva la necesidad de utilizar talonarios especiales para el empleo del Cheque de Pago Diferido, como se indica más adelante.

La segunda distinción entre ambos cheques la encontramos en que el cheque común contiene la orden pura y simple de pagar determinada cantidad de dinero a

---

<sup>3</sup> VILLEGAS, Carlos Gilberto...Op. Cit. p.607. Este autor hace referencia a la naturaleza dual o bifronte del cheque, es decir que: "...genera dos tipos de relaciones jurídicas: 1) entre el librador y el banco girado, existe una relación derivada del "pacto de cheque"; y 2) entre el librador y el tenedor legitimado existe una relación derivada de la naturaleza de título valor del cheque. La relación restante, entre el tenedor del cheque y el banco girado es una relación de hecho, sin contenido jurídico".

<sup>10</sup> Op. Cit.... p.535.

favor del tenedor, se trata entonces de una orden incondicional, la cual “constituye el requisito formal más importante y el derecho patrimonial esencial que contiene el cheque”, según refieren Beaumont y Castelares.

Se trata de un pago *pro solvendo*, esto es, que no es liberatorio sino que a resultas de obtenerse tal condición con su pago por el banco respectivo, por ello es que se establecen diversas consecuencias ante el incumplimiento del pago del cheque.

La tercera diferencia está en que el cheque común no requiere de plazo fijado para efectuar su cobro, pues el mismo debe presentarse para su pago en el plazo de 30 días desde que haya sido emitido dentro o fuera del país.

Esto significa que el cheque común puede ser cobrado desde el día de su emisión, lo que no ocurre con el Cheque de Pago Diferido, que recién podrá ser cobrado después que transcurra el plazo establecido en el mismo, el cual no debe superar los 30 días como veremos a continuación.

### **2.1.2. DIFERENCIA CON EL CHEQUE POST-DATADO**

El cheque post-datado es aquel emitido con fecha futura, esto es, con fecha falsa, o en el cual se fijan fecha para su negociación o pago, se trata entonces de una evidente desnaturalización del cheque común, por ello se han establecido medidas correctivas en nuestra legislación.

Al respecto, algunos autores como Flores Polo consideran que mediante el Cheque de Pago Diferido se estaría dando legitimidad al cheque post-datado, otros como Sangalli Ratti y Montoya Stahl lo consideran como una excepción a la regla al expresar: *“El Cheque de Pago Diferido es una excepción a la prohibición de emitir cheques post-datado. En el Cheque de Pago Diferido, el emisor puede señalar en el documento una fecha a partir de la cual el título puede*

*ser presentado al cobro, que no puede ser mayor a 30 días desde la fecha de emisión<sup>4</sup>*, sin embargo los requisitos previstos para el primero implican que más que un cheque post-datado en realidad estemos ante un cheque especial reconocido por nuestro ordenamiento legal.

De acuerdo a ello, se establece la medida correctiva de no considerar puesta la fecha post -datada, o la cláusula que consigne un plazo para la negociación o pago del cheque. Se debe tener presente que el Cheque de Pago Diferido no puede post -datarse, esto es, consignar una fecha de emisión y un fecha de pago, ambas a futuro, ya que su fecha de emisión debe ser la actual, y únicamente su fecha de pago es a futuro. Igualmente, el Cheque de Pago Diferido no debe contener una cláusula que consigne un plazo para su negociación, pues el mismo se puede negociar a partir de su emisión, lo contrario ocurre con el cheque post-datado.

En cambio la cláusula que consigne un plazo para su pago a futuro si asemeja al Cheque de Pago Diferido con el cheque post-datado en lo que se refiere al momento de la emisión, resultando con efectos distintos al momento del pago como veremos a continuación.

Se debe señalar que en los cheques post-datados se tendrá como fecha de emisión el día de su primera presentación a cobro, esta es una segunda medida correctiva respecto a estos cheques, lo cual por cierto, también los distingue del Cheque de Pago Diferido, en el cual se respeta la fecha de emisión y se verifica si ha transcurrido el plazo para su pago.

### **2.1.3. REQUISITOS GENERALES**

El Cheque de Pago Diferido tiene dos etapas o fases, la primera transcurre desde su fecha de emisión hasta el día anterior al de su fecha de pago, en la cual

---

<sup>4</sup> FLORES POLO, Pedro...Op. Cit. p. 303.

mantiene los requisitos especiales que lo diferencian del cheque común, los cuales hemos abordado anteriormente. La segunda etapa se inicia a partir de la fecha de pago y culmina cuando es efectivamente cobrado por el beneficiario, en la cual pasa a tener los mismos requisitos del cheque común.

En la primera etapa además de los requisitos especiales, el Cheque de Pago Diferido tiene también algunos de los requisitos generales del cheque común, son los siguientes:

- Número o código de identificación que le corresponde;
- Indicación de lugar y fecha de emisión;
- Nombre del beneficiario;
- Nombre y domicilio del banco girado;
- Indicación del lugar de pago;
- Nombre y firma del emitente.

#### **2.1.4. NEGOCIACIÓN Y COBRO**

Se debe establecer que el Cheque de Pago Diferido puede ser negociado desde la fecha de su emisión. Como cualquier otro título valor este cheque se encuentra destinado a la circulación, por lo tanto es factible su transferencia vía endoso por parte del beneficiario.

La idea es consolidar un mercado secundario de cheques que permita a los agentes económicos tener a acceso a liquidez o fuentes de financiamiento.

La norma acotada debe señalar que el Cheque de Pago Diferido sólo debe presentarse para su pago desde la fecha que figure en la cláusula: “*Páguese desde el....*”, de lo contrario el banco girado rechazará la solicitud de pago sin que haya lugar a protesto, ni responsabilidad o sanción para el emitente.

En caso que el banco girado abonará el monto del Cheque de Pago Diferido en fecha anterior a la establecida en la mencionada cláusula, deberá asumir las responsabilidades y consecuencias que se generen ante el emitente o girador.

Asimismo, debe tenerse presente que el Cheque de Pago Diferido puede contener una cláusula que prohíba su negociación, como es el caso de aquellas que indican que el cheque es “intransferible”, “no negociable”, “no a la orden” u otra equivalente, por lo tanto, no podrá transferirse a partir de la fecha de su emisión, debiendo ser pagado únicamente a la persona en cuya favor se emitió. Esta situación se produce en el caso de personas jurídicas, sean estas empresas, sociedades, asociaciones, etc., las que necesitan acreditar la cancelación de obligaciones que tuvieron con terceros, impidiendo que éstos puedan transferir el cheque respectivo.

Finalmente sobre este punto tenemos que precisar que el plazo máximo de 30 días para diferir el pago del cheque, resulta bastante menor en comparación con los plazos previstos en la legislación comparada, como veremos al abordar este tema.

## **2.2. LEGISLACIÓN COMPARADA**

### **2.2.1. Legislación Uruguay: Ley N° 14412 del 29 de julio de 1975**

El Cheque de Pago Diferido fue regulado legalmente por primera vez en Uruguay al aprobarse la Ley N° 14412, el objetivo de esta norma fue el solucionar la

“práctica de post-datación de los cheques” según López Rodríguez.<sup>5</sup>

A continuación pasamos a examinar los aspectos más importantes de esta norma:

El artículo 3 de la Ley N° 14412 contiene la definición del Cheque de Pago Diferido en los siguientes términos:

*“Es una orden de pago que se libra contra un Banco en el cual el librador, a la fecha de presentación estipulada en el propio documento, debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente bancaria o autorización expresa o tácita para girar al descubierto.”*

Se puede apreciar en esta definición la materialización de una adecuada técnica legislativa, que se deriva de la clasificación inicial de los cheques en comunes y de pago diferido contenida en el artículo 1 de esta norma.

No se hace mención a una condición para su pago en forma explícita, como ocurre en el artículo 199 de nuestra Ley de Títulos Valores, sino que la misma queda sobreentendida cuando se hace alusión a “la fecha de presentación estipulada”. Tampoco incluye el plazo máximo para su presentación a cobro, como si lo hace la norma nacional acotada, sino que regula este plazo en un artículo distinto. Finalmente, ambos dispositivos enfatizan la obligación que tiene el librador de tener fondos suficientes o fondos disponibles, o en su caso autorización para girar en descubierto o para sobregiro, en la fecha en que se presente el Cheque de Pago Diferido para su cobro por parte del beneficiario.

El artículo 70 de la Ley N° 14412 establece que el Cheque de Pago Diferido deberá tener la denominación “Cheque de pago diferido” claramente inserta en el texto del documento, y la fecha desde la cual podrá ser presentado al cobro que

---

<sup>5</sup> Op. Cit...p.1.

seguirá a la expresión impresa: “*Páguese desde el...*”. En esta norma de la ley uruguaya encontramos el antecedente legislativo del artículo 200 de nuestra Ley de Títulos Valores, pues el mismo contiene ambos requisitos como hemos visto anteriormente.

Otro aspecto fundamental lo encontramos en el artículo 73 de la Ley N° 14412, el cual señala que no podrá mediar un plazo mayor de ciento ochenta (180) días entre la fecha de creación y la establecida en la cláusula: “*Páguese desde el...*”. Este plazo es bastante mayor que el plazo de 30 días previsto en el artículo 199 de nuestra Ley de Títulos

Valores, lo cual nos lleva a la conclusión que se han restringido las posibilidades de uso y aplicación de este instrumento en nuestro medio, pues atenta contra su circulación y por ende contra la consolidación de un mercado secundario de cheques.

Sobre este punto resulta ilustrativa la opinión de López Rodríguez, quien sobre el plazo de 180 días, dice: “Con esta limitación este instrumento sirve para el crédito a corto plazo”. Bajo este razonamiento el plazo de 30 días fijado por nuestra norma es ciertamente muy corto, tanto más si en Exposición de Motivos de nuestra Ley de Títulos Valores se sostiene que se ha establecido este plazo “para evitar su uso como título de crédito”, concepción que difiere totalmente con la expresado por la doctrina uruguaya, como se ha mencionado líneas arriba.

### **2.2.2. Legislación Argentina: Leyes N° 24.452 de 08 de febrero de 1995 y N° 24760**

Hace más de diez años que en Argentina se aprobó la Ley N° 24.452, que de acuerdo con Villegas introdujo el Cheque de Pago Diferido “como un título “a días

vista”<sup>6</sup>, cuyo de diferimiento no figuraba en el título sino que se computaba a partir de su presentación a la entidad girada a los efectos de su “registro”...Esto significaba que el cheque se presentaba dos veces al girado, primero para su registro y al vencimiento del plazo de diferimiento para su cobro”<sup>20</sup>.

Posteriormente, esta norma fue modificada por la Ley N° 24.760, la cual hizo optativo el régimen de registro. De la normativa argentina es importante abordar los siguientes aspectos:

El artículo 54 de la Ley N° 24.760 contiene la definición de Cheque de Pago Diferido en los siguientes términos:

*“Es una orden de pago, librada a fecha determinada, posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto”.*

Esta definición es más explícita que la de la norma uruguaya pues se especifica que la orden de pago contenida en el Cheque de Pago Diferido se materializará en fecha “posterior a la de su libramiento”. En este caso también se verifica la distinción respecto a la norma nacional en lo concerniente a consignar en forma expresa una “condición para su pago”, y de establecer en la misma norma el plazo de 30 días para su presentación a cobro.

El plazo máximo para su diferimiento es de trescientos sesenta (360) días, muy superior, por cierto, al plazo de 30 días establecido por nuestra norma nacional, por lo que resultan pertinentes las observaciones que formulamos al comentar este tema en el estudio de la legislación uruguaya.

---

<sup>6</sup> VILLEGAS, Carlos Gilberto...Op. Cit. p.691



### **2.2.3. Legislación Paraguaya: Ley N° 805 del 16 de enero de 1996**

Los aspectos de mayor relevancia de esta norma son los siguientes:

El artículo 6 establece el requisito para los Cheque de Pago Diferido de llevar la denominación impresa de “Cheque de Pago Diferido”.

Si bien es cierto que nuestra legislación tiene una disposición similar, el distinguo que se puede encontrar es el relativo a la palabra “impresa”, lo que significa que de acuerdo con la norma paraguaya no se puede insertar, sea manualmente o por otro medio, la mencionada denominación en un cheque común con la finalidad de convertirlo en un Cheque de Pago Diferido, operación que si resulta factible en nuestro medio.

La norma paraguaya en su artículo 7 autoriza a los bancos y entidades de crédito a administrar, descontar, comprar y vender cheque a la vista y de pago diferido...respetando su naturaleza...”. Se constata como se incide en la circulación a la que se encuentran destinados estos instrumentos, lo que por cierto también ocurre con nuestra normatividad aunque no en forma tan explícita.

Finalmente, el artículo de la norma paraguaya establece el plazo máximo de ciento ochenta (180) días para diferir la presentación a cobro del Cheque de Pago Diferido, el cual es idéntico al plazo fijado por la legislación uruguaya y por lo tanto bastante más extensa que el plazo establecido de otros países.

## **CAPÍTULO IV**

### **MARCO PRÁCTICO**

Lic. Marcelo Adrián Morales Gutiérrez

#### **4. ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**

Las dos decisiones más importantes que debe tomar una empresa son la determinación de los activos en los cuales invertirá (decisión de inversión) y los canales de financiación adecuados para llevar a cabo los proyectos de inversión (decisión de financiamiento).

##### **CANALES DE FINANCIACION<sup>1</sup>**

- **TRADICIONALES** ⇨ A través de entidades financieras
- **NO TRADICIONALES** ⇨ Negociación Cheques Pago Diferido, Emisión de Obligaciones Negociables, Fideicomisos, entre otros.

##### **4.1. CANALES DE FINANCIACION NO TRADICIONALES**

- ✓ **Negociación Cheques Pago Diferido:** Sistema Avalado (a través SGR), Sistema Patrocinado y Sistema Endosado
- ✓ **Obligación Negociable Pyme:** emisión de deuda por parte de una empresa a través del mercado de capitales.
- ✓ **Fideicomiso:** contrato mediante el cual el fiduciante transmite la propiedad fiduciaria de bienes o derechos al fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato y a transferirla al cumplimiento de un plazo o condición.
- ✓ **Apertura de Capital:** cotización de acciones en el mercado de capitales.

##### **4.2. QUE PYMES PUEDEN PARTICIPAR**

---

<sup>1</sup> [www.jebesen.com.ar](http://www.jebesen.com.ar)

- ❖ Las sociedades anónimas,
- ❖ Las sociedades de responsabilidad limitada,
- ❖ Las asociaciones mutuales de ahorro y préstamo y
- ❖ Las cooperativas

#### **4.2.1. ENTIDAD DE DEPÓSITO DE VALORES O DEPOSITARIA**

Es una Sociedad Anónima de objeto exclusivo autorizada por la ASFI e inscrita en el RMV encargada de la custodia, registro y administración de valores, así como de la liquidación y compensación de las operaciones realizadas con los valores objeto de depósito, conforme a lo previsto por la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento correspondiente.

**Desmaterialización:** registro e inscripción de la titularidad de los valores objeto de depósito, en anotaciones en cuenta, ya sea a través de su emisión desmaterializada en mercado primario o a través de la conversión de los valores físicos o cartulares en anotaciones en cuenta.

#### **4.2.2. REPRESENTACIÓN MEDIANTE ANOTACIÓN EN CUENTA**

Forma de representación de valores establecida por la Ley del Mercado de Valores por la que los mismos se expresan a través de anotaciones en cuenta a cargo de la Entidad de Depósito de Valores, pudiendo dicha forma de representación comprender a la totalidad o parte de los valores integrantes de una misma emisión, clase o serie; pudiendo los tenedores de estos valores en consecuencia del emisor y de quien pudiera corresponder exigir el cumplimiento de las prestaciones que derivan de dicho valor.

- La transferencia de valores representados mediante anotaciones en cuenta se produce solamente mediante asientos en el Sistema de Registro de

Anotaciones en Cuenta realizados Reglamento y las normas internas de la Depositaria, produciendo ésta los mismos efectos previstos por el Código de Comercio para los valores cartulares.

- La transferencia de valores representados mediante anotaciones en cuenta es oponible a terceros desde su inscripción en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta de la Entidad de Depósito de Valores.
- Los valores se inscribirán en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de la Depositaria, para lo cual se abrirán cuentas a nombre de cada titular de valores objeto de depósito.

No obstante lo anterior, los Depositantes tendrán cuentas de posición propia y cuentas de clientes, de forma tal que las cuentas de los titulares se encontrarán debidamente individualizadas pero agrupadas dentro de las cuentas de clientes de cada uno de los Depositantes.

- Los titulares podrán tener, cuando se trate de distintos valores, cuentas en varios Depositantes. No obstante lo anterior, un mismo valor no podrá estar registrado simultáneamente en distintas subcuentas de diferentes Depositantes.
- La Entidad de Depósito de Valores deberá otorgar un Código Único de Identificación a cada titular o propietario de los valores objeto de depósito, el mismo que se utilizará para toda operación que lo involucre.

A todo ello, supongo que el Depósito de Valores también realiza la custodia Física, ya que en Bolivia se realiza la desmaterialización de los Valores y no la custodia Física, como la Caja de Valores S.A. de Argentina que realiza la custodia física de Valores y la electrónica.

### **4.3. CHEQUES DE PAGO DIFERIDO**

Los Cheques de Pago Diferido, son cheques que puede comprar un inversor a una tasa de descuento, a un plazo determinado<sup>2</sup>.

Es posible comparar un bono con un Cheque de Pago Diferido o un pagaré, porque en los tres casos los ahorristas invierten su dinero y esperan una retribución en un plazo determinado (esto sucede a cause del valor del dinero en el tiempo: un peso hoy vale más que un peso mañana)<sup>3</sup>.

Este instrumento es ampliamente utilizado en el exterior en beneficio de las Pymes.

Sin embargo si bien los Cheques son considerados Títulos Valores, en la legislación Boliviana no está permitido este instrumento ya que estos cheques son considerados post data, que de acuerdo con el Código de Comercio, no se deberían emitir.

#### **¿Cuánto es el mínimo para invertir?**

- ✓ El mínimo para esta inversión dependerá pura y exclusivamente del monto total del Cheque. Esto quiere decir que la compra del Cheque se realiza por el total, y no puede ser parcial.

#### **¿Cómo es la operatoria para la inversión?**

- ✓ En la operatoria, lo que se fija es la tasa de descuento. Esta tasa surgirá mediante la oferta y la demanda. Esa tasa será la que utilizará el inversor para descontar el cheque, pagando un monto inferior al que recibirá cuando expire el mismo.

---

<sup>2</sup> [www.bullmarketbrokers.com](http://www.bullmarketbrokers.com)

<sup>3</sup> <http://html.rincondelvago.com/valor-del-dinero-en-el-tiempo.html>

**¿A qué plazo puedo colocar los fondos?**

- ✓ Los plazos dependerán de la fecha de pago de cada cheque.

**¿En qué moneda puedo operar?**

- ✓ Las colocaciones se realizan en moneda nacional.

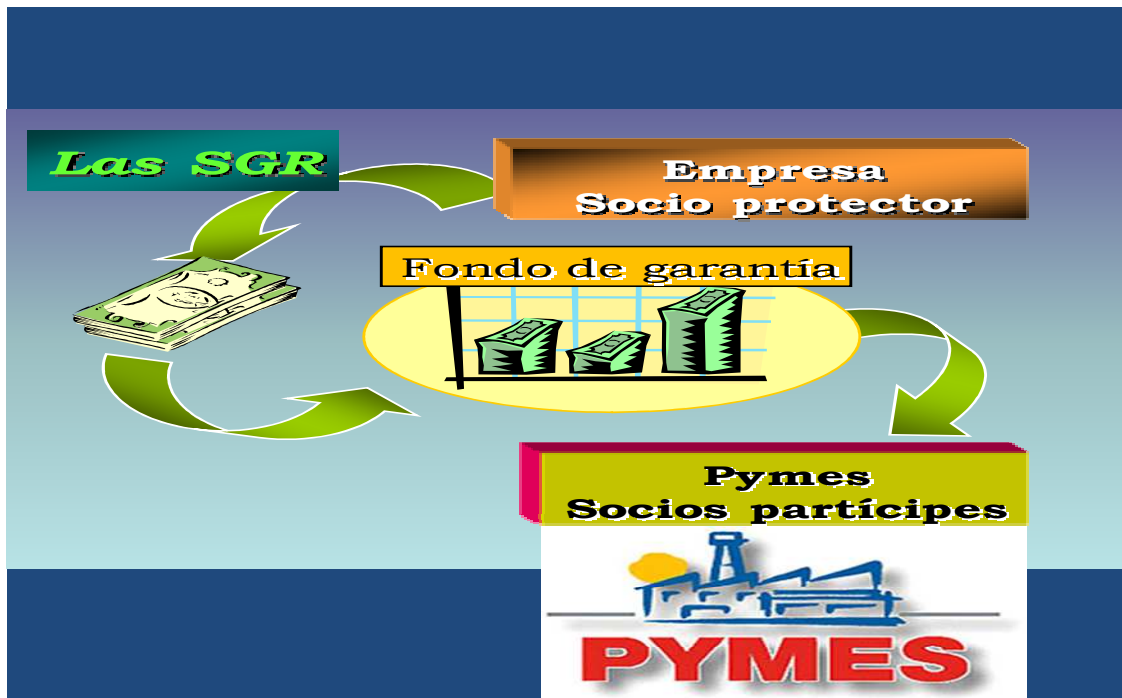
**¿Cuáles son las ventajas que obtengo por invertir en un Cheque de Pago Diferido?**

- ✓ La tasa de descuento promedio que pagan es de alrededor del **8%** (según el rango de tasas de descuento utilizadas en el mes), y el plazo promedio es de 30 días. Otro aspecto a tener en cuenta es la **seguridad de la inversión**. Cada cheque es de una empresa de primera línea, o bien está avalado por una **Sociedad de Garantía Recíproca (SGR)**, haciendo de esta operación, una inversión muy segura.

**4.4. PROPUESTA DE FUNCIONAMIENTO DE LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO EN EL MERCADO BOLIVIANO**



Elaboración Propia



Elaboración Propia





Los inversores que adquieren los cheques avalados, lo hacen sin tomar conocimiento del nombre del librador ni del beneficiario, ya que sólo saben el nombre de la SGR que lo avala.

En caso de incumplimiento por parte del librador, la SGR se hará cargo del pago de la deuda, por lo que el riesgo de incobrabilidad del mismo es prácticamente nulo.

Bajo esta modalidad pueden presentarse dos tipos de operaciones:

- ✓ Negociación de cheques diferidos de terceros (clientes).
- ✓ Negociación de cheques diferidos propios.

Los Cheques de Pago Diferido, para que puedan ser negociados en el Mercado, deben cumplir con los siguientes requisitos:

- Librados por importes no inferiores a Bs1000.-.
- Endosado por el beneficiario a favor de la Entidad Deposito de Valores con la expresión: “Entidad Deposito de Valores” para su negociación en \_\_\_\_\_”, y depositados en ella por una Agencia de Bolsa.

### **CONTRAGARANTIAS EXIGIDAS POR LA SGR:**

- Cuando los cheques son de terceros, usualmente las SGRs sólo exigen como contragarantía la fianza de los socios o accionistas del socio partícipe.
- En el caso de que los cheques sean propios se suele requerir, además de las fianzas personales, otras contragarantías como por ejemplo: hipoteca, prenda, cesión de facturas o contratos.

### **Beneficios**

- Debido a que los cheques se encuentran avalados por una SGR, el riesgo de incobrabilidad es prácticamente nulo y esto influye en la disminución de las tasas de interés.
- Permite que la Pyme descuenta cheques a medida que necesita el financiamiento.
- Los avales de la SGR transmiten confianza y tranquilidad a los inversores y además, por ser una operación de Bolsa, no está alcanzado por el impuesto a los débitos y créditos bancarios.

### **Costos**

- Comisión de la SGR y agencia de bolsa
- Instrumentación de la contragarantía y firma de contratos
- Gastos cotización

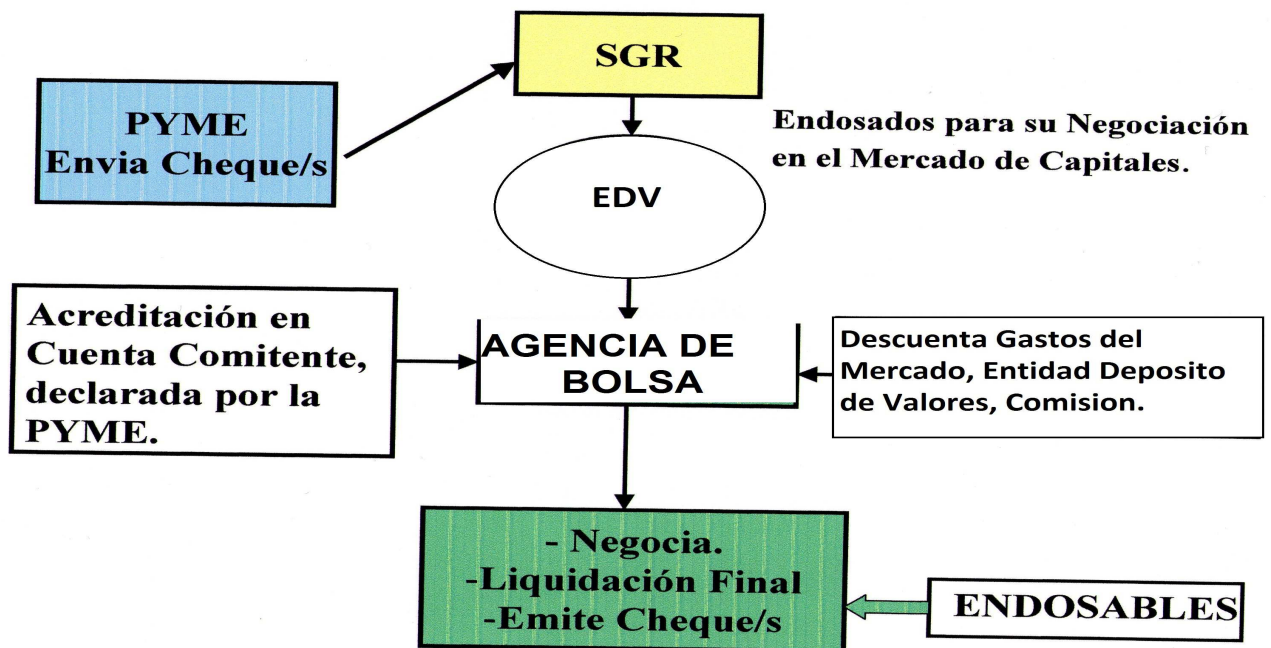
#### **4.5. PROPUESTA DE OPERACIONES DE LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO CON SOCIEDAD DE GARANTIA RECIPROCA EN EL MERCADO BOLIVIANO**

Sistema por el cual las Pymes, a través de una SGR, pueden negociar los cheques de sus Clientes. Las Sociedades de Garantía Recíproca Autorizadas por la ASFI, podrán cotizar los cheques que tengan como beneficiarios a sus socios partícipes y garantizar el pago mediante el aval.

Negociación en Bolsa, a través de una SGR, de los Cheques de mis Clientes.  
Exclusivo para Pymes.

##### **Principales Beneficios y Características**

- Negociación Avalada por una SGR. Acceso a Mejores Tasas.
- No aparece nombre del Beneficiario ni del Emisor del Cheque. Cotiza la SGR.
- Misma Tasa y Comisión para todos los Clientes de la Pyme.
- Nueva alternativa de Financiación.
- Posibilidad de Negociar Cheques Propios.
- Recepción Cheque/s Endosable/s.
- Aproximación al Mercado de Capitales.



**Pasos Previos:**

- Ingreso como Socio Partícipe de una SGR autorizada por la BBV.
- Determinación de Límite de Aval.

□ Apertura de Cuenta Comitante en una Agencia de Bolsa. Lo puede hacer la SGR.

El modelo de Sociedad de Garantía Recíproca (S.G.R.) ha evidenciado mundialmente beneficios no sólo para las pequeñas y medianas empresas, sino también para las instituciones financieras, los socios inversionistas y el Estado<sup>4</sup>.

### **Beneficios S.G.R. para las Pymes**

- Mejor acceso al crédito, avales y fianzas
- Mayores plazos y menores tasas de interés
- Mayor acceso a información
- Incremento de posibilidades de asesoramiento financiero
- Aumento de la competitividad
- Fomento de la asociatividad empresarial
- Integración en una red

### **Beneficios S.G.R. para el Estado**

- Promoción del sector de las Pymes
- Fomento de políticas orientadas a la cooperación sectorial
- Incremento empresas, empleo, inversión, demanda, etc.
- Ordenamiento de la economía
- Mejoras en la recaudación fiscal

---

<sup>4</sup> <http://www.eurogroup.cl/beneficios.html>

### **Beneficios S.G.R. para las instituciones financieras**

- Disponibilidad de una garantía líquida, calificada, ponderada
- Disminución de provisiones e incremento de recursos disponibles
- Reducción de concentración de cartera
- Reducción de costos en las fases de análisis de riesgo y seguimiento
- Desarrollo de una cultura financiera
- Posibilidad de “securitizar” el riesgo

### **Beneficios S.G.R. para los socios inversionistas**

#### **Para el Sector Público:**

- Afianzamiento de la estructura productiva
- Aumento de la competitividad del sistema económico
- Retornos derivados de la eficacia de las ayudas otorgadas

#### **Para las instituciones Financieras:**

- Eventuales beneficios fiscales
- Mayores niveles de apalancamiento

#### **Para los grupos privados locales:**

- Eventuales beneficios fiscales

**PROPUESTA DE OPERACIONES DE LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO SIN SOCIEDAD DE GARANTIA RECIPROCA EN EL MERCADO BOLIVIANO**

Sistema por el cual una empresa, autorizada por la ASFI, puede emitir cheques negociables en el Mercado de Capitales. Los beneficiarios de sus cheques tienen la posibilidad de hacerlos líquidos al menor costo, con la mayor agilidad y sin ningún tipo de calificación sobre ellos.

Negociación en Bolsa de mis Cheques por los Proveedores.



### TASA DE RENDIMIENTO EN FUNCION A TASA DE DESCUENTO

$$TR = \frac{TD}{\left[1 - TD * \frac{PI}{360}\right]}$$

Donde:

TR = Tasa de Rendimiento.

TD = Tasa de Descuento.

PI = Número de días entre la fecha de cálculo y la fecha de vencimiento del Valor.

### VALOR FINAL DE VALORES EMITIDOS A RENDIMIENTO SIN CUPONES

$$VF_i = VI_i * \left(1 + TR_e * \frac{PI}{360}\right)$$

Donde:

VF<sub>i</sub> = Valor Final o valor al vencimiento del Valor *i*.

VI<sub>i</sub> = Valor Inicial del Valor *i* en la fecha de emisión.

TR<sub>e</sub> = Tasa de Rendimiento de emisión.

PI = Número de días entre la fecha de emisión y la fecha de vencimiento.

$$VF_i = VI_i * \left(1 + TR_e * \frac{PI}{360}\right)$$

VI ' = 10.000,00

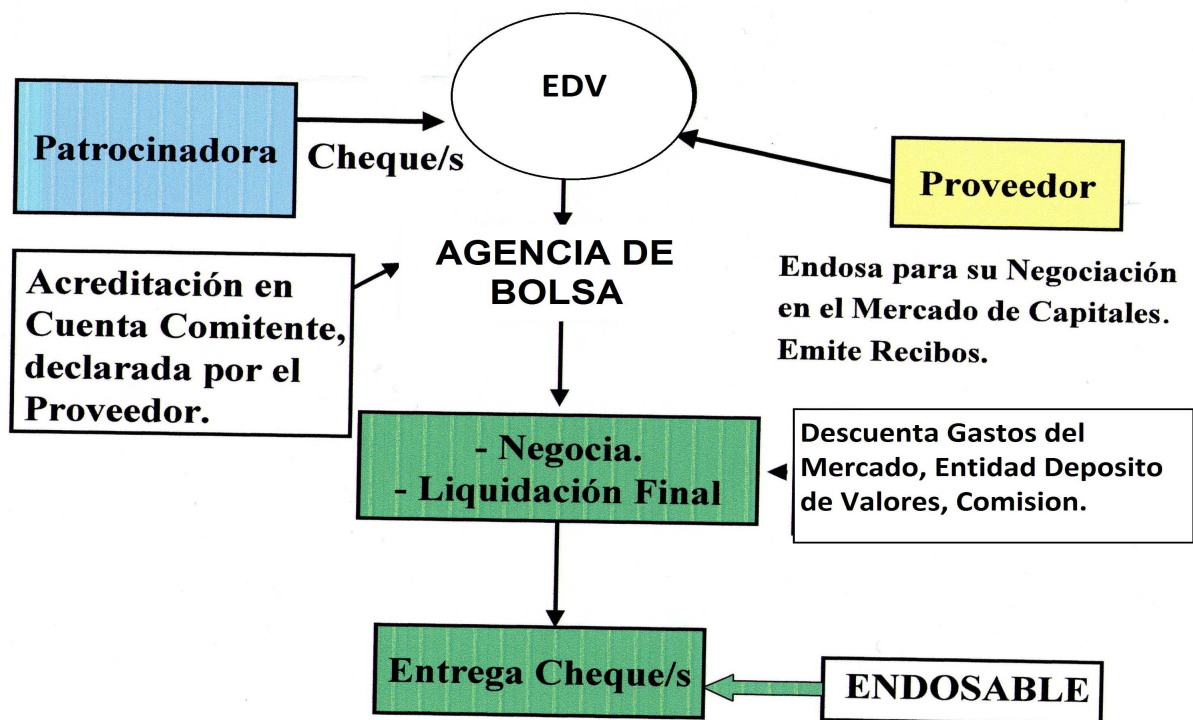
TR ' = 15%

PI ' = 90,00 **DIAS**

$$VF ' = 10000 * \left(1 + 0,15 * \frac{90}{360}\right)$$

$$VF ' = 10.375,00$$





### Principales Beneficios y Características

- ✓ La empresa libradora cotiza en Bolsa. Figura su nombre.
- ✓ Asistencia Pymes Proveedoras. Promoción.
- ✓ Fidelización Proveedores.
- ✓ Mejor calidad de pago. Condiciones y Plazos.
- ✓ Prestigio y Publicidad por Cotizar en Bolsa.
- ✓ Alternativa para financiar Capital de Trabajo.

### Pasos Previos

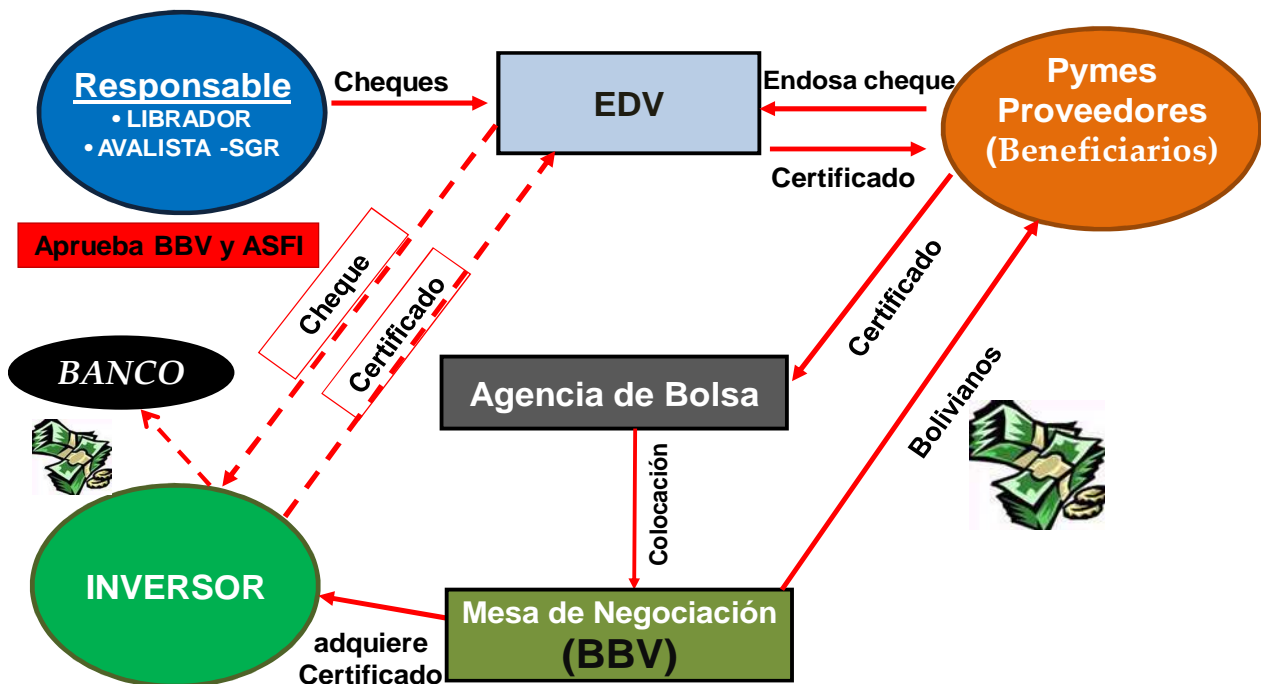
#### Patrocinadora:

- Solicitar autorización en Bolsa Boliviana de Valores.
- Contrato de Servicios con EDV y BBV.
- Registro de Firmas

**Beneficiario:**

- Apertura de Cuenta Comitente en una Agencia de Bolsa.
- Registro de Firmas en EDV.

## LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO EN EL MERCADO DE VALORES BOLIVIANO



### 4.6. EMISIÓN DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO

#### **Costo de Financiamiento**

- Tasas de Interés mediante un descuento al Valor Nominal del Cheque.
- No existe una sola tasa, están en función al mercado

#### **Monto de Financiamiento**

- Montos de acuerdo a las necesidades de capital de trabajo de la empresa

### **Plazo**

- Plazo máximo: un año.

### **Garantía**

- Garantías más flexibles

### **Imagen**

- Imagen de empresa transparente

## **4.7. OPORTUNIDADES DE INVERTIR EN CHEQUES DE PAGO DIFERIDO**

Los Cheques de pago diferido es la forma preferida que pueden tener las pequeñas y medianas empresas para financiarse a través del mercado de capitales. La operatoria se limita a comprar estos cheques a 30 días de plazo y obtener un rendimiento de hasta 15%, mientras que si se extiende el plazo, las tasas suben hasta un 18%, y si se concreta a 180 días pueden obtenerse tasas del 23 por ciento.

“Los cheques son una buena alternativa de inversión en estos días, porque superan el rendimiento de un plazo fijo y, además, tienen mercado secundario, lo que quiere decir que el inversor puede desarmar su posición cuando lo desee”.

Para invertir en cheques también se requiere contar con una cuenta en una Agencia de bolsa, y el monto mínimo para invertir en estos activos es de unos \$5.000.

Una de las principales ventajas del mercado es que ofrece una amplia gama de alternativas referidas a riesgo/tasa y plazo/tasa. La inversión se pacta en todos los casos a tasa fija, y el descuento se aplica sobre el valor nominal futuro del cheque,

por lo cual el desembolso del inversor es menor al monto del cheque. De esta forma, las operaciones de Cheques de Pago Diferido se asemejan a la operatoria con bonos cupón cero<sup>5</sup>.

Los Cheques de Pago Diferido representan una buena alternativa de inversión al ofrecer rendimientos más atractivos que alternativas de inversión tradicionales. Ofrecen un amplio rango en cuanto a plazos de inversión y pueden ser operados en el mercado secundario.

#### **4.7.1. BENEFICIOS DE LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO**

- ✓ Amplio rango de alternativas en cuanto a plazos de inversión desde 72 horas hasta un año de plazo.
- ✓ El panel contara además con empresas patrocinadas, pertenecientes a diversas industrias, pudiendo de esta forma el inversor optar por sectores particulares de la economía.
- ✓ El panel de cheques avalados, por su parte, opera con un riesgo muy acotado, debido a la intervención de una Sociedad de Garantía Reciproca.
- ✓ Posibilidad de operar los cheques en el mercado secundario, por lo que no es necesario mantener en cartera los cheques hasta su fecha de pago.

Los Cheques de Pago Diferido son de Renta Fija, es decir que los productos de renta fija el inversor conoce cuál va a ser el rendimiento de su inversión, el plazo en el que se le devolverá el dinero y los retornos que su colocación devengará.

Los inversores pueden comprar Cheques de Pago Diferido en la Bolsa, obteniendo beneficios derivados del descuento conseguido. El sistema cuenta con un régimen de condiciones y garantías formales, resultando prácticamente nulo el riesgo de la inversión. Se presentan como una inversión garantizada, a corto plazo y con una tasa interesante<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> [http://www.portfoliopersonal.com/inversiones/home\\_cheques.asp](http://www.portfoliopersonal.com/inversiones/home_cheques.asp)

<sup>6</sup> [http://www.mervaros.com.ar/alt\\_inversion.php#6](http://www.mervaros.com.ar/alt_inversion.php#6)

La negociación de Cheque de Pago Diferido en el Mercado de Valores constituye una nueva alternativa de inversión y de financiación para las Pymes que pueden obtener fondos con costos de endeudamiento similares a la de las grandes empresas, con mejores plazos y menores exigencias.

Representan una opción mucho más ventajosa que las metodologías tradicionales de descuentos de cheques, entidades financieras o en agentes financieros informales.

Los Cheques de Pago Diferido podrán ser negociados bajo tres tipos de modalidades:

- **Avalados** por sociedades de garantía recíproca.
- **Patrocinados** por la empresa libradora del cheque.
- **Negociación directa** con la garantía que aporta la Agencia de Bolsa

Los objetivos buscados son los siguientes,

- Por el lado del **inversor**, brindar respaldo y seguridad a la hora de colocar sus fondos, minimizando el riesgo de incobrabilidad del cheque, para ello se ha previsto un sistema de condiciones y garantías que hacen prácticamente nulo el riesgo de la inversión.
- por el lado del **vendedor**, la posibilidad de descontar los Cheques de Pago Diferido a costos realmente bajos, y a mayores plazos, de una manera transparente, simple y segura a través de Agencias de Mercado de Valores.

Los Cheques de Pago Diferido se negocian bajo el régimen de oferta pública en el Mercado de Valores donde la tasa de descuento resulta de la puja entre los inversores y tomadores de fondos interesados.

---

#### **4.8. EXPERIENCIAS EN OTROS PAISES**

##### **COMPRA DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO EN LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES.**

Comprar un Cheque de Pago Diferido pagando el monto nominal del cheque menos la tasa de descuento. A la fecha de pago cobrará el 100% del valor nominal del cheque. Se asemeja a un bono cero cupones de corto plazo.

**La inversión:** Comprar un Cheque de Pago Diferido pagando el monto nominal del cheque menos la tasa de descuento. A la fecha de pago cobrará el 100% del valor nominal del cheque. Se asemeja a un bono cero cupones de corto plazo. Se puede optar por un cheque garantizado, con lo cual si la empresa libradora no paga el monto al vencimiento, automáticamente la Sociedad que avala paga el importe total. Con lo cual estamos hablando de riesgo muy bajo o nulo. También puede comprar cheques no garantizados, librados por empresas que cotizan sus cheques. En este caso, el riesgo para el inversor es la empresa libradora<sup>7</sup>.

Este instrumento hoy supera en rentabilidad a los plazos fijos (6 a 7,5% y a las Lebac (8% a un año).

**Liquidez:** Inmediata, se puede vender el cheque en el mercado.

**Plazo recomendado:** A elección del inversor, entre 30 y 360 días.

**Retorno estimado:** Entre el 7 y el 12% anual dependiendo del plazo y del importe del cheque.

**Monto Mínimo:** \$ 10.000

---

<sup>7</sup> [www.InfobaeProfesional.com](http://www.InfobaeProfesional.com)

#### **4.8.1. Inversores: cómo aprovechar el boom de los cheques de pago diferido**

Si tiene al menos unos \$1.000 para invertir y la tasa del 15 por ciento anual le resulta atractiva, entonces seguramente usted es uno de los inversores que comenzará a mirar con cariño el mercado de cheques de pago diferido.

De menor a mayor, enero trajo la sorpresa: más de u\$s16 millones negociados en estos instrumentos en la Bolsa. Todo un récord. Los datos se desprenden de un informe del Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC), que agregó que "este récord superó en 9,1% el máximo previo registrado en agosto de 2006, cuando fueron negociados \$47 millones".

Más allá de las estadísticas, un cambio cualitativo también tiene lugar en este mercado: cada vez hay más inversores chicos que se vuelcan a comprar cheques. Hasta ahora, los inversores institucionales eran los primeros candidatos para un negocio que ofrecía jugosas ganancias. Hoy, el inversor chico le ha tomado el pulso a este instrumento.

Por eso, para aprovechar este momento de apogeo del mercado de cheques, los especialistas sostienen que no hace falta mucho. Según los consultados, los montos a negociar pueden ir de \$1.000 hasta los \$500.000 y los inversores pueden obtener más del 15% en el plazo de 331 a 365 días.

#### **Mapa de inversores**

El Cheque de Pago Diferido es una orden de pago librada contra una entidad autorizada, a una fecha determinada, posterior a la de la fecha de su libramiento, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto. El plazo máximo admitido para la emisión de un cheque de esta naturaleza es de 360 días.

En la Bolsa, cotizan cheques de dos tipos: Patrocinados, donde las empresas emisoras son autorizadas directamente por la Bolsa de Comercio, y los avalados, que cuentan con la garantía de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

Si bien las tasas tuvieron un enero en baja en el primer tramo de vencimientos, en parte debido a la alta liquidez del mercado, para plazos mayores a 242 días las cosas fueron distintas. En el caso de los patrocinados, la tasa promedio que se paga es del 12,24% por primera vez se ubicó a valores inferiores que la ofrecida por los avalados, que se ubicaron en 16,6 por ciento.

La operatoria se pacta a tasa fija en todos los casos y se realiza un descuento sobre el valor nominal futuro del cheque. La tasa se negocia en la Bolsa a través de terminales que los agentes tienen en el recinto de operaciones y en sus respectivas oficinas.

El panel bursátil cuenta con una gran diversidad de empresas patrocinadas -más de 45-, pertenecientes a diversas industrias, pudiendo de esta forma el inversor optar por sectores particulares de la economía.

El panel de cheques avalados, por su parte, opera con un riesgo muy acotado, debido a la intervención de una SGR.

### **Jugadores del mercado**

Uno de los jugadores más fuertes en el mercado de cheques de pago diferido es Puente Hnos. Antonio Cejuela, Jefe de research de la entidad sostiene que "el de los cheques es una opción inversora recomendable, sobre todo aquel que tiene excedentes de dinero y está dispuesto a invertirlo en plazos cortos como 60 o 90 días".



Para Cejuela, la oferta en estos instrumentos es atractiva ya que "si bien le pagaban al inversor 0,7% por encima de lo que rendían los plazo fijo, ahora la tasa de los cheques se ubica casi 2 puntos porcentuales por arriba del Plazo Fijo y a eso se agrega la posibilidad de venderlo cuando lo desea en el mercado secundario".

"Trabajamos con inversores chicos porque tenemos un mercado natural de oferentes y demandantes; generamos oferta via nuestra SGR, que posee un fondo de riesgo de \$45,9M, a través de empresas que buscan descontar sus cheques, y la demanda la tenemos con todos los clientes de nuestra sociedad de Bolsa", señala el analista que agrega: "es un circuito que está avalado por Puente".

Consultado por la mecánica que opera a la hora de las garantías, Cejuela sostuvo que la SGR de Puente es la única del sistema en haber certificado ISO 9001:2000 todos sus procesos. A la vez, ha obtenido la calificación A1.ar por parte de Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A. habiendo otorgado avales por aproximadamente \$150 millones, de los cuales ya han vencido \$90 millones.

A la vez, el analista definió los pasos que debe seguir un inversor para adentrarse en la operatoria de estos instrumentos: "hay que abrir una cuenta en la Sociedad de Bolsa y hacer el depósito. Después habrá que buscar los cheques junto al agente ya que los montos no son estandarizados, los hay de distinto monto y vencimiento, aunque la gran oferta está en el corto plazo, entre los 20 y 90 días".

Otro de los jugadores del mercado es la gente de Compañía Inversora Bursátil (CIBSA). Consultado por el auge que vive el cheque de pago diferido, agregaron un dato interesante: "uno de los motivos que fomentó la evolución de este mercado fue que en enero disminuyeron los lanzamientos de fideicomisos financieros, otro de los instrumentos de mayor expansión del 2006".

Justamente un informe de CIBSA sostiene que, con respecto al mismo mes del

año anterior, el crecimiento de las operaciones fue de 115 por ciento. Se negociaron 2.191 valores, lo que arroja un monto promedio por cheque de unos 23.939 pesos. El plazo promedio ponderado ascendió a 106 días para avalados, y se redujo a 67 días tratándose de cheques patrocinados. El monto total negociado en el 2006 fue de \$429,21 millones, prácticamente el doble del monto del 2005.

#### **4.8.2. CHEQUES DE PAGO DIFERIDO: MUCHO MÁS RENTABLES QUE UN PLAZO FIJO<sup>8</sup>**

La tasa neta promedio para descuentos a 180 días llega al 15%, muy por encima del 9,5% que ofrecen hoy en día los depósitos bancarios.

En el primer semestre del año, se negociaron en la Bolsa porteña cheques de pago diferido por 313,5 millones de pesos, **registrando un crecimiento de 62 por ciento respecto del mismo período del año pasado**. Las operaciones de junio totalizaron 56,2 millones de pesos, muy cerca del registro máximo alcanzado en marzo pasado con 58,5 millones.

De esta forma, la operatoria con estos instrumentos **creció 42 por ciento interanual** y 9 por ciento respecto a abril, indicó un informe de Compañía Inversora Bursátil Sociedad Anónima (CIBSA). Por primera vez, **el monto promedio por cheque operado se ubicó por encima de los 30.000 pesos**. Por este motivo, el incremento marginal del volumen operado se explicó más por montos que por cantidad de operaciones. De hecho, la cantidad de cheques negociados en junio creció sólo 3 por ciento respecto al mes anterior, mientras que el volumen se expandió 9 por ciento para el mismo período.

Y en un escenario caracterizado por la falta de liquidez y la volatilidad del mercado financiero, **las tasas promedio de los cheques de pago diferido pasaron del 10% al 12,8% anual**.

---

<sup>8</sup> <http://www.iprofesional.com/notas/50905-Cheques-de-pago-diferido-mucho-mas-rentables-que-un-plazo-fijo.html>

De este modo, restando los costos, es posible descontar cheques a 60 días a tasas netas del 12%, un valor que se ubica por encima de los plazos fijos, **que en promedio rinden 9%.**

Para los cheques a 90 días, los cheques operan con tasas netas cercanas al 13%, mientras que **a 180 días, las mismas trepan al 15%, una cifra que contrasta con el 9,5% que ofrecen los depósitos.**

“Es un momento inmejorable para apostar al mercado de cheques. Se están consiguiendo tasas más que atractivas”, dijo Juan Manuel Montenegro, de Compañía Inversora Bursátil (CIBSA) al diario El Cronista.

### **Claves**

- **Funcionamiento:** existen dos tipos de cheques: patrocinados y avalados. En el primer caso, la empresa cotiza directamente sus cheques. En el segundo caso, la compañía los negocia a través de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), los cuales, son considerados menos riesgosos aunque **pagan menos intereses.**

Para adquirir alguno de estos cheques basta tener una cuenta en algún banco o sociedad de bolsa que opere en el mercado. El Agente de Bolsa es responsable de hacer la oferta de compra luego de las indicaciones del interesado.

**Costo:** por cada operación, el agente cobra aproximadamente el 1% de comisión. Sin embargo, puede haber comisiones mínimas que hacen inviables los negocios por montos muy bajos. De este modo, si se quiere comprar un cheque por \$1.000 y el agente cobra una comisión de \$20,

desaparece la rentabilidad. Es así como el monto mínimo recomendado es de \$20.000.

- **Recomendaciones:** los especialistas aconsejan no perder la oportunidad que se da hoy en día. “A futuro es difícil ver cómo va a evolucionar el mercado, pero si el call se normaliza y el dólar baja, las tasas de descuento volverán a bajar”, dijo Montenegro al matutino. Por otra parte, recomiendan apostar a cheques avalados y, si se quiere más rentabilidad, elegir aquellos patrocinados pero de empresas de primera línea.

#### **4.9. CHEQUE COMÚN Y CHEQUE DE PAGO DIFERIDO<sup>9</sup>**

##### **“Cheque común”**

El cheque común cumple una sola función económica, cual es la de configurar un instrumento de pago que se entrega y se recibe bajo la premisa de que el firmante del mismo tiene disponible provisión de fondos suficientes en su cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, que permite abonar el cheque a su presentación al pago.

En otras palabras quien emite un cheque común, lo hace porque tiene dinero disponible en la cuenta pertinente.

Disponibilidad que debe ser “actual”, ya que el portador del cheque está habilitado para presentarlo a su solo criterio y de inmediato al banco girado para obtener su pago.

Si esta finalidad se frustra (rechazo del cheque común por falta de fondos suficientes), su librador no sólo asume las responsabilidades civiles de rigor sino que también queda alcanzado por el delito contemplado (libramiento de “cheque sin fondos”).

---

<sup>9</sup> <http://www.zonabancos.com/ar/analisis/columnas/4-derecho-para-todos-13487-cheque-comun-y-cheque-de-pago-diferido.aspx>

Al librarse un cheque común, su titular delega en el portador del cheque la oportunidad de presentarlos al pago, en cualquier momento, dentro del plazo legal establecido para ello.

El plazo de presentación al cobro lo maneja el portador del cheque entregado.

### **“Cheque de Pago Diferido”**

El Cheque de Pago Diferido reúne dos funciones económicas; una primera función (principal) consistente en la obtención de crédito y una segunda función (complementaria) consistente en el pago del mismo mediante la intervención de un banco.

Por consiguiente, reúne un doble enfoque documental, a saber:

- Instrumento de crédito, por un plazo determinado (desde 1 día hasta 360 días), contados desde la fecha de su emisión; y, a la vez,
- Instrumento de pago, que se convierte como tal luego de transcurrido y agotado el plazo del diferimiento establecido.

El Cheque de Pago Diferido realza su calidad de instrumento de crédito, precisamente porque a través del mismo, su librador obtiene de su acreedor, un determinado plazo para abonar la obligación que le dio origen.

De modo tal que la aceptación de un cheque de pago diferido, se hace a sabiendas que el librador no posee fondos en su cuenta en ese momento sino que necesita del plazo de diferimiento acordado, para recomponer los fondos necesarios que permitan abonar y cancelar el cheque al momento de su vencimiento y presentación al cobro.

Quien libra un Cheque de Pago Diferido, lo hace porque necesita dinero, cuya disponibilidad es “a futuro”, de modo que quien acepta ese Cheque de Pago Diferido debe presentarlo al cobro recién cuando se ha agotado el plazo de diferimiento consignado.

Mientras ese plazo está corriendo la función de pago se mantiene latente y si el cheque se presenta no puede ser recibido por el banco.

De allí que el Cheque de Pago Diferido rechazado por falta de fondos suficientes, no configura el delito prescripto, ya que el portador corrió el riesgo de la suficiencia o insuficiencia de fondos.

Lo expuesto permite inferir que la causa de emisión de uno y otro tipo de cheque, son bien distintas y responden a estrategias negociables diferentes, en atención a las particularidades del negocio de que se trate en cada ocasión y a la ponderación de los riesgos endógenos y exógenos propios de cada uno de ellos.

CUADRO COMPARATIVO	
“Cheque común”	“Cheque de Pago Diferido”
<ul style="list-style-type: none"><li>. Pagadero a la vista</li><li>. No es registrable</li><li>. No puede ser avalado por el girado</li><li>. Puede ser certificado</li><li>. No es endosable en garantía</li><li>. Hay delito por falta de fondos</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>. Pagadero a fecha fija</li><li>. Es registrable (optativo)</li><li>. Puede ser avalado por el girado</li><li>. No puede ser certificado</li><li>. Es endosable en garantía</li><li>. No hay delito por falta de fondos</li></ul>

Nota: El Cheque de Pago Diferido podría ser certificado si es librado con un solo día de diferencia.

#### **4.10 ENTREVISTAS REALIZADAS A ESPECIALISTAS**

Las entrevistas fueron realizadas a las Agencias de Bolsa, con el objeto de conocer sus comentarios, criterios y opiniones acerca de los Cheques de Pago

Diferido como alternativa de financiamiento para las Pymes en el Mercado de Valores.

#### **4.10.1 ENTREVISTA AL LIC. DERRY DANIEL MORALES AVILÉS SUB GERENTE DE OPERACIONES - VALORES UNIÓN S.A. AGENCIA DE BOLSA FILIAL DEL BANCO UNIÓN S.A.**

El Lic. Morales considera que en el Mercado de Valores esencialmente los que hacen todo el procedimiento son las agencias de Bolsa, fundamentalmente cobran por dos servicios, por estructuración, inscripción de la emisión y colocación, en ambas cosas las comisiones surgen de los porcentajes de los montos. Para mi financiar una pyme a Bs.200.000 exagerando, ya que estas requieren montos pequeños, me cuesta en tiempo, en recurso lo mismo que financiar a Fancesa a \$200.000.000, yo cobro el 1% ambas, me cuesta el mismo esfuerzo no existe un incentivo monetario, allí está el primer obstáculo con respecto a los intermediarios. Segundo obstáculo son los requisitos que pide el mercado de Valores, el sinónimo de estar en bolsa es transparencia, tienes que enviar Estados Financieros, información cualitativa periódicamente, tienes que ser una empresa formal, eso no significa que sea imposible de cumplir, te exigen los requisitos que cualquier empresa normal debería tener, lastimosamente estamos en Bolivia y eso les cuesta a las empresas por ejemplo Status de la empresa, inscripción en funde empresa, etc. Si hablamos de pymes peor van a tener estos requisitos, algunas ni siquiera están inscriptas en Funde empresa. A todo ello algunas agencias de bolsa por ser pyme los rechazan, lo que no pasa con nosotros ya que somos una entidad que tenemos en nuestras políticas, financiar al sector productivo, nosotros buscamos pymes, nuestro objetivo no es económico ya que Banco Unión es nuestro principal accionista debemos seguir esa misma tendencia, financiar el sector productivo, democratizar los servicios financieros en esa labor estamos.

Creo que el apoyo a las Pymes por parte de alternativas de Financiamiento es importante para acceder al Mercado de Valores, se debe tener iniciativa para crear instrumentos que se adecuen a las pymes, pero es muy complicado decir, yo

tengo experiencia en ello ya que trabajaba en la Bolsa de Valores, mi objetivo era meter pymes a la bolsa, aquí como agencia de bolsa estamos con el mismo problema buscando pymes, se tiene que crear algún tipo de productos que se adecuen a las pymes pero no podemos eliminar requisitos para que empiecen entrar pymes porque me da la transparencia de la empresa, además los inversionistas confían en estas informaciones para invertir no podemos hacer eso. Es evidente que necesitamos que la bolsa se abra a las pymes porque en Bolivia no hay muchas empresas, de las 100 empresas que hay en Nueva Economía, 50% ya está en bolsa, si la bolsa quiere crecer agarrara los 50% restantes, allí muere, tiene que buscar una masa crítica de empresas, estas pymes no quieren montos grandes sino montos pequeños, tienen que buscar una fuente que aglutinen estas empresas para generar recursos, ya que la bolsa es una sociedad anónima que vive de las comisiones y de las inscripciones de las empresas.

El tipo de financiamiento alternativo para las Pymes que se podría negociar en el Mercado de Valores, sería buscando espacios intermedios, vehículos intermedios como la Titularización, Fondos de inversión cerrado, Fideicomiso, entre otros. Existe el Fondo de Inversión cerrado Fortaleza Pyme que compra las facturas de las pymes, les compra a descuento. Por ejemplo una pyme tiene una factura a Bs 100.000 le van a pagar a fin de año, entonces se lo vende al Fondo de Inversión cerrado y él lo compra a descuento, los fondos obtenidos son mediante las colocaciones en el mercado de valores, esos valores han comprado AFP futuro, entonces indirectamente ha financiado a la pyme, a través de este vehículo de intermediación como ser el Fondo de Inversión cerrado. Estos vehículos de intermediación se pueden crear para las pymes que no pueden acceder en forma directa a la bolsa, sino por un mecanismo alternativo, también existe el Pro pyme que no financia directamente a las pymes pero si los avala, les ayuda obtener financiamiento. Por ejemplo una pyme va al Banco para pedir un préstamo de \$50.000 pero no tiene garantías hipotecarias, solamente tiene \$30.000 en activos, pero el Banco exige que tenga \$70.000 en activos, entonces Pro pyme evalúa su



riesgo, le avala el 58% que le falta, entonces la pyme tiene financiamiento en forma indirecta en el mercado de Valores.

Los Cheques de Pago Diferido según entiendo lo puedes vender y comprar a descuento, es interesante ya que este cheque está avalado mediante una SGR, dando seguridad a los inversionistas.

Concluye la entrevista indicando que con la negociación de los Cheques de Pago Diferido se podría lograr oportunidades de financiamiento para las Pymes en el Mercado de Valores. Además considera que el sector de las Pymes es atractivo, pero también exigente y riesgoso, en cuanto a la informalidad del sector. Se debería también aprovechar la negociación mediante vehículos intermedios.

#### **4.10.2 ENTREVISTA A LIC. GUSTAVO QUINTANILLA DIRECTOR DE OPERACIONES - PANAMERICAN SECURITIES S.A.**

El Lic. Quintanilla opina que el hecho de entrar al Mercado de Valores, involucra que tienes que presentar información transparente, muchas de las Pymes tienen procesos organizativos, administrativos que no están saneadas, entonces no tienen conocimientos de estos temas, es muy complicado para ellos, bajo este esquema pongo como obstáculos para el financiamiento de las Pymes en el Mercado de Valores la Informalidad y que no tienen conocimiento del Mercado de Valores.

Pienso que el apoyo a las Pymes por parte de alternativas de Financiamiento es importante para acceder al Mercado de Valores, en la medida que puedas informar y mostrar que tienen esa opción, la Banca puede ofrecerte esto, El Mercado te ofrece el otro, las Pymes ya tienen todas las opciones sobre la mesa, las Pymes pueden elegir a la que más le convenga, generalmente las Pymes van por lo tradicional la Banca.

El tipo de financiamiento alternativo para las Pymes que pueden negociar en el Mercado de Valores, tiene que ser un instrumento de corto plazo, por el alto riesgo que implica necesariamente, tienes que crear mecanismos de garantía, porque muchas no van a ser aptas para el Mercado de Valores, además debería existir un fondo destinado en temas de asesoramiento, de seguimiento en el crecimiento de la Pyme.

La Verdad no conozco tan a fondo sobre los Cheques de Pago Diferido, según lo que me explicaste, comprendí que es una herramienta útil para obtener fondos a corto plazo, a costos generalmente inferiores a los que se obtendrían a través del uso de instrumentos bancarios. Al mismo tiempo, le brinda credibilidad a aquellas empresas que negocien sus cheques en el Mercado de Valores. Este instrumento es utilizado por las Pymes.

Finaliza diciendo que bajo una estructura bien planteada sobre la negociación de los Cheques de Pago Diferido puede alcanzar mayores oportunidades de financiamiento para las Pymes en el Mercado de Valores.

#### **4.11. OPERACIONALIZACIÓN DE VARIABLES**

<b><u>variable</u></b>	<b><u>concepto</u></b>	<b><u>Indicador</u></b>	<b><u>Índice</u></b>
------------------------	------------------------	-------------------------	----------------------

<b><u>independiente</u></b>			
El Financiamiento a través de los Cheques de Pago Diferido	El Financiamiento a través de los Cheques de Pago Diferido significa: Es una orden de pago librada a una fecha determinada, posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto.	Oportunidades de Financiamiento que el sistema de descuento de Cheques de Pago Diferido en el Mercado de Capitales permite a quien tiene Cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días) adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos Cheques a cambio de tasas de interés futuras.	Número de Oportunidades de Financiamiento sobre este instrumento de financiamiento pueda adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos a cambio de tasas de interés futuras. .
El Financiamiento a través de los Cheques de Pago Diferido	El Financiamiento a través de los Cheques de Pago Diferido significa: Son cheques que puede comprar un inversor a una tasa de descuento, a un plazo determinado.	Decisiones tomadas por el Inversor para comprar estos Cheques a cambio de tasas de interés futuras.	Número de decisiones tomadas por el Inversor para comprar estos Cheques a cambio de tasas de interés futuras.

Elaboración Propia

<b><u>variable dependiente</u></b>	<b><u>concepto</u></b>	<b><u>Indicador</u></b>	<b><u>Índice</u></b>
------------------------------------	------------------------	-------------------------	----------------------

Permitirá acceder a las Pymes Bolivianas su Capital de trabajo en condiciones más favorables y rentables en el Mercado de Valores.	Permitirá acceder a las Pymes Bolivianas su Capital de trabajo en condiciones más favorables y rentables en el Mercado de Valores significa: Las Pequeñas y Medianas empresas podrán contar con una renta justa para sus recursos en el corto plazo, que requieren para la realización de sus actividades a través de la BBV.	Actitudes de las Pequeñas y Medianas empresas sobre el valor de la renta para financiar sus actividades a través de la BBV.	Numero de actitudes de las Pequeñas y Medianas empresas positivas o negativas sobre el valor de la renta para financiar sus actividades a través de la BBV.
--	---	---	---

Elaboración Propia

# **CAPÍTULO V**

## **PROPUESTA**

Lic. Marcelo Adrián Morales Gutiérrez

## **5.1. INTRODUCCIÓN**

Una vez realizado el análisis del Marco Teórico, Marco Referencial, Marco Metodológico y Marco Práctico donde destacan las entrevistas efectuadas en el presente Trabajo, se concluye que las oportunidades que ofrecen los Cheques de Pago Diferido servirán como instrumento de financiamiento para las Pymes en el Mercado de Valores, ya que representa un aporte para el desarrollo del mercado Bursátil y Extrabursátil.

Se consideró y estudió los Países de Argentina, Uruguay, porque representan mercados donde se negocian los Cheques de Pago Diferido, demostrado en el análisis realizado en el Marco Práctico, Referencial y Teórico.

Por lo que se propone la elaboración de una Normativa y Reglamento que permita la Negociación de los Cheques de Pago Diferido en Bolivia, la misma debe contener información acerca de los Cheques de Pago Diferido; ventajas y obstáculos, información necesaria para el aprovechamiento de las oportunidades de financiamiento en el Mercado de Valores para las Pymes y que permita afianzar futuros negocios en el Mercado Bursátil.

## **5.2 RELACIÓN: PROBLEMA - EFECTO – SOLUCIÓN**

**CUADRO 5 / 1**

<b>PROBLEMA</b>	<b>EFECTO</b>	<b>SOLUCIÓN</b>
Falta de conocimiento de las oportunidades de los Cheques de Pago Diferido como alternativa de financiamiento para las Pymes en el Mercado de Valores.	Pérdida de alternativa de financiamiento para las Pymes Nacionales y desaprovechamiento de las ventajas de los Cheques de Pago Diferido,	Elaboración de una Normativa y Reglamento que permita la Negociación de los Cheques de Pago Diferido en Bolivia.

Elaboración Propia 2010

## **5.3. REGLAMENTO DE COTIZACIÓN DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO (BOLIVIA)**

### **ELABORACION PROPIA**

Art. 1º: La cotización de Cheques de Pago Diferido (“Cheques”) y certificados de cheques avalados (“Certificados”) conforme lo dispuesto por la “Ley de Cheques”, se regirá por la presente Resolución, y supletoriamente por el Reglamento de Cotización y disposiciones complementarias, en cuanto resultare pertinente, atendiendo a las características de los títulos.

## **Sección I**

### **Cotización de cheques patrocinados. Solicitud de cotización por la entidad libradora**

Art. 2º: Podrán solicitar la autorización para cotizar Cheques que libren en favor de terceros:

- Las sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales, fundaciones y empresas del Estado; (las “Libradoras”) que cumplan los siguientes requisitos:

1. Librados por importes no inferiores a Bs1.000-. La Bolsa Boliviana de Valores podrá modificar dichos límites.

2. Endosados por el beneficiario a favor de la Entidad de Depósito de Valores S.A. con la expresión: “Endosado a la Entidad de Depósito de Valores S.A. para su negociación en el Mercado de Valores”, y depositados en ella por una Agencia de Bolsa.

Salvo que se tratara de sociedades autorizadas a la cotización de sus valores negociables, a la correspondiente solicitud suscripta por el representante legal deberán adjuntar:

**a)** Copia certificada del estatuto o contrato social vigente, con indicación de las reformas en trámite.

**b)** Indicación del domicilio o sede social inscripto y del N° de NIT.

**c)** Nómina de los administradores o de los integrantes del órgano de administración y, en su caso, de la sindicatura u órgano de fiscalización, y del contador dictaminante, con indicación de la fecha de vencimiento de sus



mandatos, tipo y número de documento de identidad, domicilio especial, en formularios que suministrará la Bolsa firmados por los interesados en carácter de declaración jurada, acompañada de la documentación que acredite su designación y constancia de la pertinente inscripción registral. Toda vacante en la composición de tales órganos debe ser informada dentro de los cinco (5) días, remitiendo respecto de los nuevos miembros los datos antes indicados.

- d)** Estados contables anuales auditados correspondientes al último ejercicio, tal como fueron presentados a la respectiva autoridad de control, con constancia de su aprobación por el órgano social correspondiente.
- e)** Declaración jurada acerca de la verificación de cualquiera de los supuestos contemplados, En todos los casos, las Libradoras deberán asimismo adjuntar:
- f)** Copia del acta de la reunión de los administradores, o en su caso del órgano de administración, en la que conste la decisión de solicitar la cotización de los cheques.

**B.** La Nación, las Provincias, las Municipalidades y los Entes Autárquicos, (las “Libradoras”) que cumplan los siguientes requisitos:

3. Además deberán cumplir con lo siguiente:

Domicilio del Librador

Copia de la Ley, Decreto, Ordenanza u otra disposición (según corresponda al emisor) que autoriza la emisión y el pedido de cotización de los Cheques de Pago Diferido.

- c)** Copia del Poder legalizado y Nómina legalizada de la o las personas autorizadas a la firma y endoso de los Cheques de Pago Diferido.

**d)** N° de NIT de la o las personas autorizadas a la firma y endoso de los Cheques de Pago Diferido.

Art. 3º: Las Libradoras autorizadas a la cotización de sus cheques deberán dar cumplimiento a las exigencias que en materia de registro de firmas de los habilitados para librarlos y la forma de uso de las facultades establezca al efecto la Bolsa.

Art. 4º: Autorizada la cotización con alcance general, la Bolsa la notificará a la Libradora y efectuará la publicación correspondiente. Al propio tiempo incorporará a su página de Internet [www.bbv.com.bo](http://www.bbv.com.bo) la nómina y los estados contables indicados en los incisos c y d del artículo 2 del presente.

Art. 5º: Dentro de los noventa (90) días corridos de cerrado el ejercicio, la Libradora deberá presentar los estados contables anuales conforme a las exigencias de su respectivo organismo de control, con opinión fundada de contador y del órgano de fiscalización – si lo hubiere -, y con constancia de su aprobación por los administradores o por el órgano de administración, según corresponda. Los estados contables presentados serán incorporados por la Bolsa en su página de Internet [www.bbv.com.bo](http://www.bbv.com.bo)

Art. 6º: La falta de presentación de los Estados Contables en término inhibirá la negociación de cheques emitidos por la libradora morosa.

Art. 7º: Las Libradoras autorizadas a la cotización de sus cheques deberán informar para su publicación, inmediatamente de producirse o de tomar conocimiento, cualquier hecho no habitual que por su importancia pueda incidir sustancialmente en el curso de las cotizaciones de los cheques, tales como: (a) manifestación de cualquier causa de disolución; (b) solicitud de apertura de concurso preventivo, inicio de un acuerdo preventivo extrajudicial o solicitud de su

homologación; su desistimiento, homologación o rechazo; (c) pedido de propia quiebra por la Libradora; (d) pedidos de quiebra a la Libradora judicialmente notificados; declaración de quiebra o su rechazo; (e) figuración en la “Central de Riesgo” del Banco Central del Estado Plurinacional de Bolivia como deudor – cartera comercial - clasificado en categoría inferior a “Situación Normal” de acuerdo a las pautas fijadas por la Comunicación A 2216 y modificatorias del Banco Central del Estado Plurinacional de Bolivia; (f) intervención del banco girado o emisor de los certificados de Cheques de Pago Diferido avalados, en tanto ésta importe la suspensión del pago de cheques o del pago de las obligaciones de la entidad; (g) rechazo del pago de cheques librados por la Libradora cuando no fuere por motivos formales.

Las modificaciones a cada uno de los hechos o situaciones comunicadas oportunamente a la Bolsa, deben ser informadas en el mismo plazo.

La obligación de informar corresponde al representante legal de la Libradora, su órgano de administración o, en su defecto, a los administradores considerados individualmente, o al órgano de fiscalización en su caso.

Art. 8º: En oportunidad de librar los Cheques destinados a ser negociados en el Mercado de Valores, la Libradora deberá dar cumplimiento a las exigencias que para su ingreso a la custodia establezca la Entidad de Deposito de Valores S.A.

## **Sección II**

### **Cotización de cheques avalados**

Art. 9º. Las sociedades de garantía recíproca (las “SGR”), u otras modalidades de entidades de garantía previstas en la ley; podrán solicitar la autorización para cotizar Cheques por ellas avalados en favor de sus socios partícipes; y las entidades financieras podrán solicitar la autorización para cotizar Certificados

representativos emitidos por entidades financieras, que avalen cheques de pago diferido, en las condiciones establecidas en la Sección I del presente, siendo de aplicación a la SGR o entidad financiera las disposiciones relativas a las Libradoras.

Art. 10º: El aval prestado por una sociedad de garantía recíproca (la “SGR”) constará en el mismo cheque, y llevará un número a efectos de su identificación.

La SGR en oportunidad de avalar los Cheques destinados a ser ingresados al depósito en la Entidad de Deposito de Valores S.A. para su negociación en el Mercado de Valores, comunicará por cualquier medio fehaciente a la Bolsa el otorgamiento del aval, con los siguientes datos:

**a** Denominación del librador.

**b** Indicación del banco girado, y sucursal.

**c** Importe y fecha de pago.

**d** Número del cheque.

**e** Número del aval.

**f** Identificación del beneficiario y de su situación frente al IVA.

De tal comunicación la Bolsa dará conocimiento a la Entidad de Deposito de Valores S.A.

### **Sección III**

#### **Cotización directa de cheques**

Art. 11: La Bolsa podrá admitir a la cotización en forma directa, sin necesidad de solicitud por las libradoras o avalistas, cheques que cumplan con los siguientes requisitos:

- Importe. El Comité de la Bolsa fijará el importe mínimo de los cheques a negociar, como así también podrá modificar dichos montos cuando lo considere conveniente;
- Responsabilidad asumida ante la Bolsa en forma expresa por parte de los comitentes vendedores, de que el asiento principal de sus negocios registrado, satisface el requisito de localización establecido por las normas de la ASFI. El Mercado de Valores deberá contemplar el cumplimiento de esta norma, en el control habitual que realiza a sus agencias de Bolsa o cuando la Bolsa lo requiera.
- El plazo que medie entre el ofrecimiento a la negociación del título de crédito creado con vencimiento a fecha determinada y la fecha de pago deberá ajustarse a lo establecido por la ASFI.
- Que no existan respecto de sus libradores al momento de la autorización y a la sola apreciación de la Bolsa Boliviana de Valores de quien esta designe, signos evidentes que permitan deducir que su cobro se encuentre o pueda encontrarse obstaculizado, diferido, demorado, impedido o afectado por cualquier circunstancia.

Art. 12: Dentro de este tipo de cheques habrán dos categorías habilitadas para la negociación:

- 1 - Cheques avalados por la Agencia de Bolsa, en cuyo caso la responsabilidad de la agencia se extenderá tanto a los aspectos formales como al efectivo pago del mismo;
- 2 - Cheques sobre los cuales el Mercado de Valores se hace responsable con respecto a la legitimidad de los mismos y a los aspectos formales.

Sin perjuicio de los términos de la reglamentación que dicte el Mercado de Valores, el beneficiario deberá informar ante la Agencia de Bolsa, con carácter de declaración jurada, que no ha tomado conocimiento de que la libradora encuadre en las situaciones previstas en el artículo 7 del presente.

Art. 13: Con el fin de dar cumplimiento a lo establecido en la normativa de la ASFI, el Mercado de Valores deberá:

- 1 - Solicitar a las Agencias de Bolsa, previo a su autorización por la Bolsa Boliviana de Valores para poder operar en la negociación de Cheques de Pago Diferido, una declaración expresa de liberación de responsabilidad por defectos formales, a favor de la Bolsa;
- 2 - Establecer el procedimiento de verificación al que deberán ajustarse las agencias de Bolsa, el que contará con la expresa aprobación de la Bolsa;
- 3 - No admitir la gestión de cobranzas por parte de las agencias y sociedades de bolsa habilitados a intervenir en esta operatoria

Ante la imposibilidad de cobro de un cheque por alguno de los defectos formales mencionados y con fondos suficientes; la Bolsa procederá al pago del mismo.

Art. 14: El Mercado de Valores deberá reglamentar a cerca de:

- 1 - Existencia para la negociación, de un Sistema de Interferencias de Ofertas con prioridad precio – tiempo;
- 2 – Instruir a las agencias de Bolsa que realicen análisis de los títulos de crédito de modo que, se garantice al inversor que los Cheques de Pago Diferido negociados en este segmento, han sido analizados tomando los recaudos necesarios para minimizar el riesgo crediticio.
- 3 - Implementación de un sistema de cupos operativos de acuerdo a lo establecido por la ASFI.

#### **Sección IV**

##### **Normas generales**

Art. 15: El registro bancario de los cheques de acuerdo a las disposiciones de la ley, libera al cheque de defectos formales y de responsabilidad en materia de autenticidad a quien corresponda.

Art. 16: Los Cheques de Pago Diferido se negociarán en las Secciones que la Bolsa habilite.

Art. 17: Los Cheques de Pago Diferido depositados podrán ser retirados en cualquier momento a través del depositante. Previo al retiro, la Entidad de Deposito de Valores S.A., lo endosará a favor del último titular de la cuenta comitente o a favor del depositante de estar autorizado por su comitente, al solo efecto de restablecer la circulación del mismo conforme a su régimen. La Entidad de Deposito de Valores S.A. comunicará a la Bolsa, en forma previa al inicio del horario de operaciones, la nómina de cheques retirados.

Art. 18: Las operaciones se llevarán a cabo conforme a la reglamentación que dicte la Bolsa Boliviana de Valores; cada Cheque de Pago Diferido constituirá una especie indivisible no admitiéndose su negociación parcial.

Art. 19: La Bolsa podrá suspender la negociación de los Cheques de Pago Diferido del mismo librador y/o avalista según fuera el caso, cuando tome conocimiento de la existencia de signos evidentes de que su cobro se encuentre, o pueda encontrarse obstaculizado, demorado o impedido por cualquier circunstancia.

Art. 20: La Bolsa podrá cancelar la negociación de todos los Cheques de Pago Diferido correspondientes al mismo librador y/o avalista según fuera el caso, cuando tome conocimiento de la existencia de circunstancias que impidan su cobro ante la sola presentación al banco girado, librador, o de corresponder, SGR o entidad financiera avalista. El Mercado de Valores deberá notificar en forma fehaciente a la Bolsa, sobre los Cheques de Pago Diferido que no hayan sido pagados por el banco girado.

Art. 21: El Directorio establecerá los derechos de Bolsa a aplicar a la operatoria del presente Reglamento.



# **CAPÍTULO VI**

## **CONCLUSIONES**

**Y**

## **RECOMENDACIONES**

Lic. Marcelo Adrián Morales Gutiérrez

Los Cheques de Pago Diferido es la forma preferida que tienen las pequeñas y medianas empresas para financiarse a través del mercado de capitales.

“Los cheques son una buena alternativa de inversión en estos días, porque superan el rendimiento de un plazo fijo y, además, tienen mercado secundario, lo que quiere decir que el inversor puede desarmar su posición cuando lo desee”.

Comprar un Cheque de Pago Diferido pagando el monto nominal del cheque menos la tasa de descuento. A la fecha de pago cobrará el 100% del valor nominal del cheque. Se asemeja a un bono cero cupón de corto plazo.

Se puede optar por un cheque garantizado, con lo cual si la empresa libradora no paga el monto al vencimiento, automáticamente la Sociedad que avala paga el importe total. Con lo cual estamos hablando de riesgo muy bajo o nulo. También puede comprar cheques no garantizados, librados por empresas que cotizan sus cheques. En este caso, el riesgo para el inversor es la empresa libradora.

La negociación de Cheque de Pago Diferido es la estrella del sistema. Esta herramienta que permite negociar la tasa de descuento por el cobro anticipado de un valor y hacerse de los fondos en forma inmediata, se puede implementar a través de los siguientes sistemas:

- ❖ **Sistema Patrocinado:** Es un sistema por el cual una empresa puede emitir cheques negociables en el Mercado. De esta manera los beneficiarios de éstos poseen la posibilidad de hacerlos líquidos al menor costo y con mayor agilidad. Son los cheques de una empresa, que firmó un convenio con la Entidad Deposito de Valores y el Mercado de Valores, que cotizan directamente en la Bolsa de Valores.

La empresa libradora del cheque debe pedir autorización a la Bolsa para pagarles a sus proveedores por esta vía. El trámite requiere la presentación de los estados contables y el compromiso de informar cualquier novedad que pueda incidir en la cotización de los cheques.

Debe existir la previa autorización de la Bolsa para que la Pyme pueda emitir Cheques de Pago Diferido negociables en el mercado de capitales. Los beneficiarios de estos cheques pueden hacerlos líquidos a menor costo y con mayor agilidad, de allí que sean una excelente herramienta de financiación de capital de trabajo.

Los beneficios de este mecanismo incluyen bajo costo de ingreso y gastos administrativos, mejor calidad de pago en cuanto a condiciones y plazos y liberarse de las líneas de crédito bancarias.

- ❖ **Sistema Avalado:** Es un sistema mediante el cual una compañía se ve posibilitada a emitir un cheque y descontarlo en el mercado de valores una vez obtenido el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca. Es para que coticen los cheques de todas aquellas empresas que no tienen firmado el convenio con la Entidad Deposito de Valores y con el Mercado de Valores.

Consiste en negociar la cotización con el respaldo de una S.G.R., condición que contribuye a reducir el riesgo de incobrabilidad para el inversor y por lo tanto la tasa de descuento.

Para comprar Cheques de Pago Diferido, el inversor sólo necesita abrir una cuenta en una sociedad de Bolsa (por lo general son sin cargo y con un costo de mantenimiento de \$5 a \$ 10 + IVA por mes), y tener fondos en ella, tras lo cual basta una orden telefónica.

En los cheques avalados, el inversor cuenta con adecuada protección: si el día del vencimiento del documento viene rechazado, la SGR igual lo paga. Después ésta irá contra el librador, pero ya es problema suyo.

El rol de las SGR es clave. Al avalar estos documentos de pago, permite al sector Pyme sortear el primer obstáculo que enfrenta para obtener financiamiento bancario: la falta de garantías.

Los beneficios de este mecanismo incluyen el acceso a mejores tasas, el anonimato del beneficiario y del emisor del cheque (ya que la que cotiza en Bolsa es la S.G.R.), la unificación de tasas y comisiones.

- ❖ **Sistema de Cotización Directa:** todavía no está instrumentado. El Mercado de Valores garantiza la operación y a su vez puede exigirle a la Agencia de Bolsa que presente la operación una garantía de cumplimiento.
- ✓ En la negociación de Cheques de Pago Diferido en el Mercado de Capitales, La Empresa Pyme recurre a una SGR solicitando su calificación, para que se le otorgue una línea para negociar cheques diferidos propios o de sus clientes.
- ✓ Estos cheques al estar garantizados por una SGR, se equiparan a un cheque de primera línea y se negocia a través del mercado de capitales con tasas preferenciales.
- ✓ El inversor que compra el cheque en el mercado, no está comprando riesgo Pyme sino riesgo SGR.
- ✓ Creo de vital importancia seguir operando también con el mercado de Valores y generar mecanismos de simplificación y disminución de costos para que las Pymes puedan financiarse en dicho mercado con garantías de SGR.
- ✓ Considero que se incorpore la negociación de los Cheques de Pago Diferido en nuestro ordenamiento legal, pues a pesar de la no existencia de la normativa, este instrumento puede ser aceptado por los agentes económicos en el Mercado de Valores y por ende sería utilizado regularmente, lo que no es óbice para introducir mejoras para optimizar su empleo. Asimismo, debe tenerse presente que los Cheques de Pago Diferido debe ser legislado, tomando las exitosas experiencias de este instrumento en países vecinos

- ✓ Concluyo que con la negociación de los Cheques de Pago Diferido pueden ser un aporte imprescindible para el progreso de las Pymes en el Mercado de Valores.

## **RECOMENDACIONES**

Extender el plazo de diferimiento o de presentación para el cobro del Cheque de Pago Diferido de treinta (30) a noventa (90) días, a fin de incrementar su empleo en nuestro medio por parte de los agentes económicos, y que se aproxime a los plazos previstos en la legislación comparada.

Disponer la obligación para los bancos de emitir talonarios especiales para los Cheques de Pago Diferido, de tal manera que al encontrarse impresas las cláusulas que lo distinguen del cheque común no resulte factible su modificación, lo cual, brindará mayores garantías de seguridad a los usuarios.



**CHEQUE DE PAGO DIFERIDO-CPD**  
La fecha de pago no puede exceder un plazo de 360 días.

SERIE M N° 00000042  
CEROCEROCEROCEROCEROCUATRODOS

\$ 23.599, -

BUENOS AIRES, 20 DE Marzo DE 2009

EL 31 DE Marzo DE 2009

PAGUESE A: SHAP S.A.

LA CANTIDAD DE PESOS: *veintitres mil quinientos noventa y nueve*

Cta.: 132-01125/4 DOMINGO F SARMIENTO 662 S CAPITAL (1041)  
CUIT 30710117116 FIDELCOMISO PRO ESTAD CHACA JR

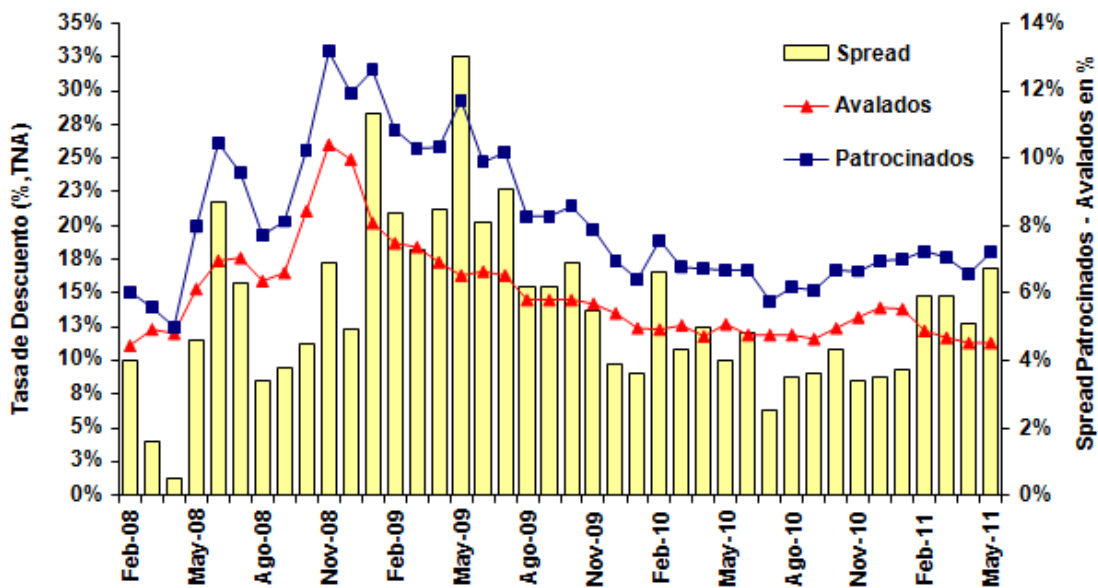
072-132-1041 4  
00000042 0  
0000011254 6

H7-VI/07

Domicilio de Pago: Sucursal MICROCENTRO: SARMIENTO 662-Capital Federal

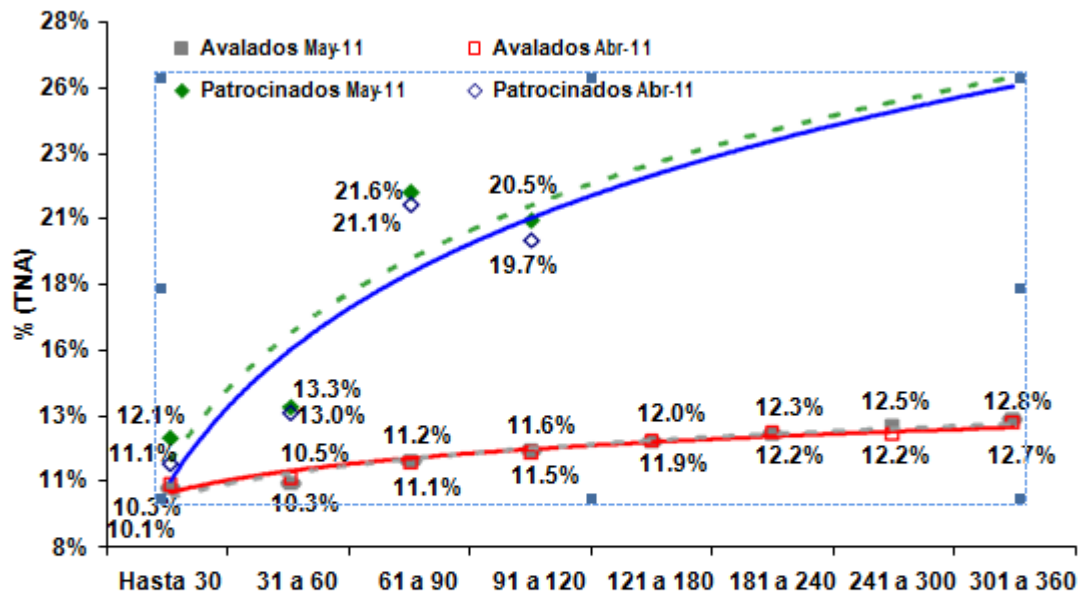


### Tasas de Interés de CPD por tipo



Fuente: IAMC

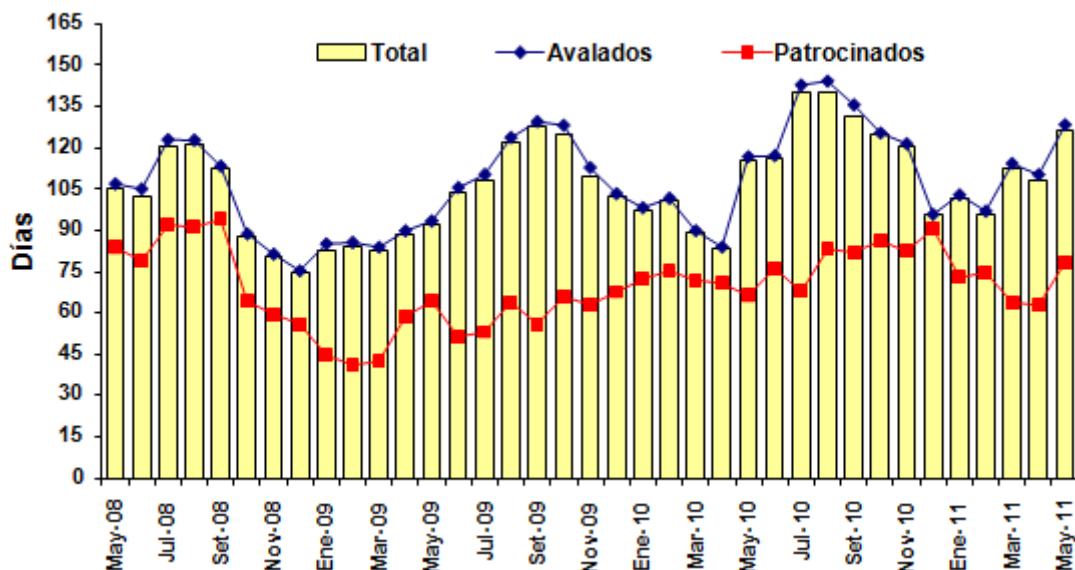
## Tasa de Interés Promedio de CPD por tipo y plazo



Tipo de CPD	Tasa Promedio por plazo - Mayo 2011								Total
	Hasta 30	31 a 60	61 a 90	91 a 120	121 a 180	181 a 240	241 a 300	301 a 360	
CPD Avalados	10.1%	10.3%	11.2%	11.6%	11.9%	12.2%	12.5%	12.8%	11.3%
Var. Mensual (pbs.)	-14	-19	6	9	-2	-6	32	13	0
CPD Patrocinados	12.1%	13.3%	21.6%	20.5%	-	-	-	-	18.0%
Var. Mensual (pbs.)	99	22	47	77	-	-	-	-	160

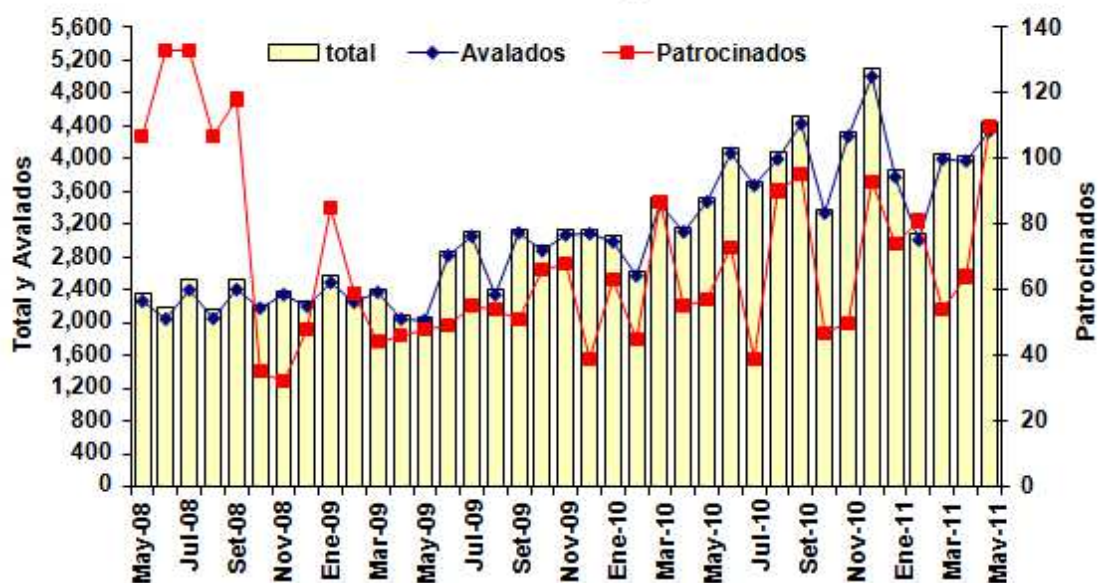
Fuente: IAMC

## Plazo Promedio de los CPD



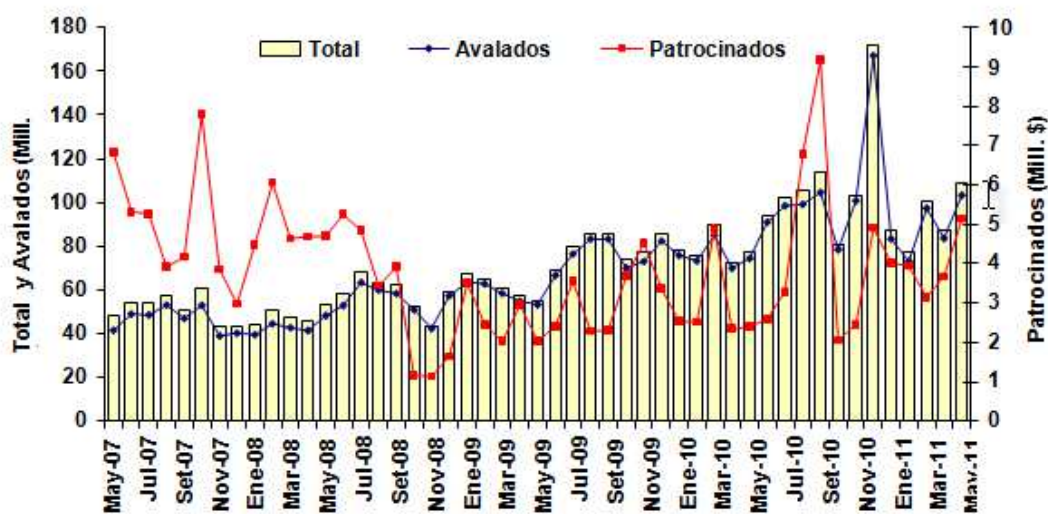
Fuente: IAMC

### Cantidad de CPD negociados



Fuente: IAMC

### Volumen Negociado en CPD (Mill. \$)

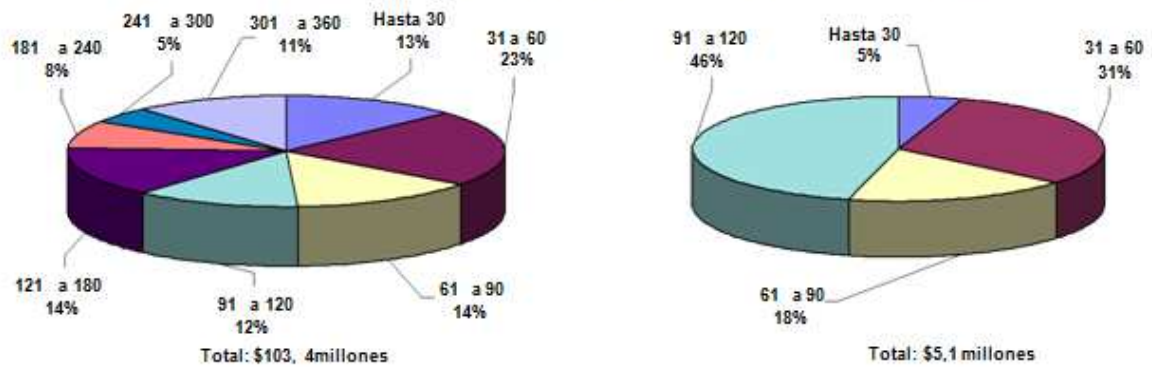


Volumen CPD May-11	Nominal (\$)	Efectivo (\$)
Total Negociado	112,924,368	108,460,431
Mercado Primario	112,406,149	107,947,442

Fuente: IAMC



### Volumen Negociado de CPD por plazo (en días) – May. 2011



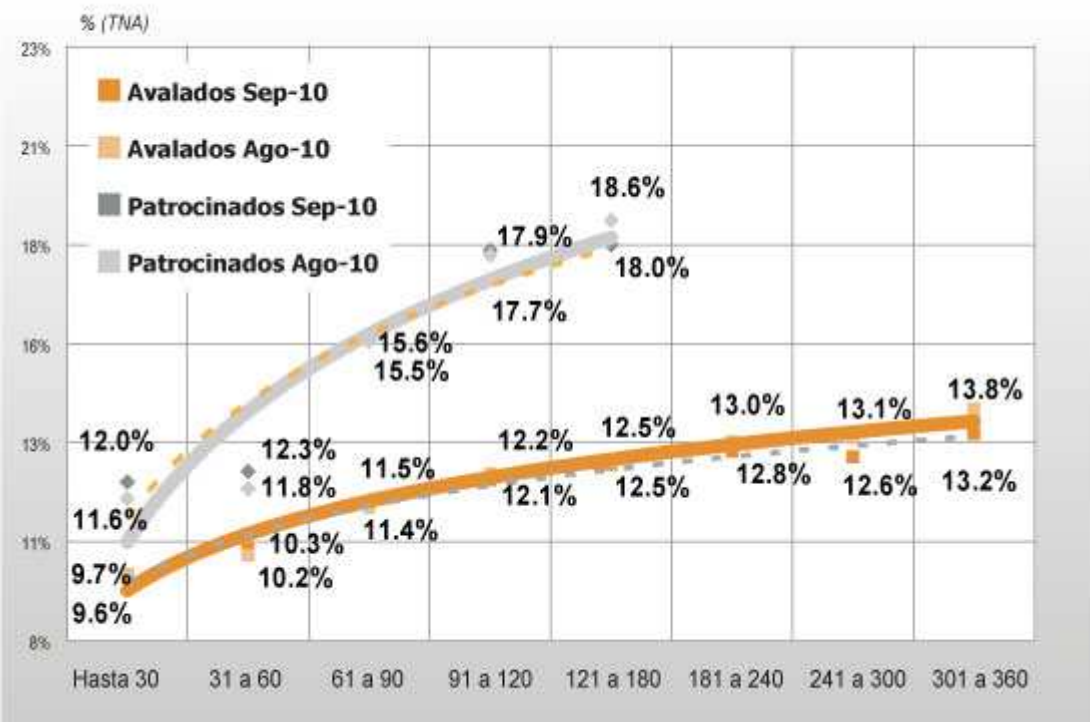
Fuente: IAMC

### Financiamiento en la Bolsa

Monto negociado por instrumentos pymes



## TASAS DE INTERÉS PROMEDIO DE CPD POR TIPO Y PLAZO



## VOLUMEN NEGOCIADO EN CPD



## **FORMULARIO DE ENTREVISTA**

### **Especialista**

Nombre del Entrevistado: .....

Institución al que representa:.....

Fecha:.....

1. ¿Cuáles de los factores considera que son obstáculos importantes para el financiamiento de las Pymes en el Mercado de Valores?
2. ¿Cree que el apoyo a las Pymes por parte de alternativas de Financiamiento es importante para acceder al Mercado de Valores?
3. ¿Qué tipo de financiamiento alternativo para las Pymes se podría negociar en el Mercado de Valores y por qué?
4. ¿Conoce lo que son Los Cheques de Pago Diferido?
5. ¿Considera Ud. Que con la negociación de los Cheques de Pago Diferido se lograra mayores oportunidades de financiamiento para las Pymes en el Mercado de Valores?