

## **Acceso de las PYMES al mercado de capitales: Descuento de cheques de pago diferido**

*Una de las herramientas que posibilita el acceso de las PYMES al mercado de capitales 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.*

### **Dra. Silvana M. Isidori**

Ha trascendido que la Bolsa de Valores de Montevideo está considerando implementar un sistema de negociación de cheques de pago diferido. La Corporación Nacional para el Desarrollo (CND), en el marco de su plan estratégico para reposicionarse como agencia del desarrollo y colaborar con el desarrollo del mercado de valores, anunció su objetivo de trabajar en dicho proyecto con la Bolsa.

Es sabido que el mercado de capitales en Uruguay 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 capitales 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 de 2005 (por rendimientos). Esos países cuentan con mercados de valores ágiles, con alto volumen de operaciones, rendimientos y transacciones de instrumentos financieros variados e innovadores.

Para rebatir el segundo mito, afortunadamente también hay experiencias que demuestran lo contrario. Los mercados de capitales 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.

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 tienen incorporados a su operativa.

### **La experiencia Argentina**

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.

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 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 fundamentalmente dos sistemas para operar con 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 deben ser socios partícipes de una SGR y presentar a la misma 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.