



ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL
CENTRO DE INVESTIGACIÓN CIENTÍFICA Y TECNOLÓGICA



Revista Tecnológica ESPOL, Vol. xx, N. xx, pp-pp, (Mes, 200x)

**IMPLEMENTACION DEL SISTEMA DE NEGOCIACIÓN BURSÁTIL
DE CHEQUES POSFECHADOS COMO ALTERNATIVA DE
FINANCIAMIENTO PARA LAS PYMES EN EL ECUADOR**

Diana Plaza¹, Alfredo Núques¹, Marco Tulio Mejía²
Instituto de Ciencias Humanísticas y Económicas
Escuela Superior Politécnica del Litoral
Km. 30.5 Vía Perimetral, Código Postal: 09-01-5863, Guayaquil, Ecuador
dplaza@espol.edu.ec, anuques@espol.edu.ec, mmejia@espol.edu.ec

Resumen

Este documento investiga, bajo supuestos de legalidad, la posibilidad de implementación del sistema de negociación bursátil de cheques posfechados, en el Ecuador, como alternativa de financiamiento de la producción de bienes y/o servicios de las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes). Los resultados de un análisis realizado a las Pymes, demuestra que existen problemas de acceso a créditos bancarios, solo el 12% de la cartera del sistema financiero se destina a financiar microempresas del sector real; es así que, utilizando datos de corte transversal, mediante Estadísticas Descriptivas, Método Delphi y Análisis Costos Beneficios se estudio la nueva opción de financiamiento, concluyendo que no se debe rechazar la alternativa propuesta.

Palabras Claves: *Negociación bursátil, cheques posfechados, financiamiento a Pymes, método Delphi, análisis costo beneficio.*

Abstract

This paper researches, under legal suppositions, the possibility of implementing the negotiation of "postdated" checks in the ecuadorian securities market, as an alternative of acquirement of financial resources for the production of goods and services of the Small and Medium Companies, PYMES (spanish). Results of an analysis performed on the PYMES sector evidenced problems of accessibility to bank credits, barely 12% of the financial system loan portfolio are committed to finance small companies of the real sector; hence, the new option is studied using "datos de corte transversal" with Descriptive statistics, Delphi Method y cost-benefits, concluding that the alternative proposal should not be rejected.

Key words: *securities negotiation, postdated checks, Pymes finance, Delphi method, cost-benefits.*

¹ Economista con Mención en Gestión Empresarial con Especialización en Finanzas

² Ingeniero, Profesor ICHE-ESPOL.



ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL CENTRO DE INVESTIGACIÓN CIENTÍFICA Y TECNOLÓGICA



1. Introducción

En el Ecuador, las Pymes representan el 5% del PIB global y el 24% del PIB industrial. Adicionalmente, generan aproximadamente 1, 000,000 de puestos de empleo, directos e indirectos, mantienen el 5% del total de exportaciones y el 95% de los establecimientos industriales [1]. Sin embargo, existe un problema latente en este sector, el acceso al crédito bancario para su financiamiento. Según la CAN, las dificultades de la Pymes para acceder a fuentes de financiamiento oportunas y baratas radican en la debilidad de las garantías de respaldo y su alto índice de riesgo; la Cámara de la Pequeña Industria del Guayas determinó, en el 2003, a este como uno de los problemas más significativos del segmento, señalando entre las razones más importantes el incumplimiento tributario, desconocimiento de los canales para acceder a créditos, y garantías reales; es por ello que es habitual observar que las Pymes muestran una baja participación de créditos de origen bancario como fuente de financiamiento de sus negocios [2].

El Consejo Nacional de Reactivación de la Producción y la Competitividad determina, por otra parte, que instituciones financieras como la CFN otorgan créditos a las Pymes que presenten su proyecto, mediante los Programas de Microcrédito. Esta fuente alternativa de recursos suple en parte al crédito bancario, que durante las crisis de 1998-1999 presentó un descenso sistemático en la colocación de créditos al sector privado [3]; a pesar de ello, según estadísticas del Centro de Estudios Latinoamericanos desde el año 2001, el 2% de la cartera destinada al sector privado real se coloca en microempresas [4].

Por los problemas existentes es necesario el desarrollo de nuevos proyectos de financiamiento para las Pymes, no únicamente en el sistema de intermediación financiera, sino más bien en un sistema aún no saturado, como el sistema de desintermediación o mercado de capitales.

2. Marco Teórico

El sistema de negociación de cheques de pago diferido en el mercado de valores se originó en Argentina desde el año 2003. Y actualmente, tomando como ejemplo a esta República, el sistema se implementó en Uruguay y Perú.

Con la evolución de la economía argentina, orientada hacia la apertura comercial y hacia una mayor competitividad de su sector productivo, así como la necesidad de incorporar a mayores sectores del empresariado argentino al mercado de valores y ante la expedición de la Ley No. 24.252 que proporcionó el marco legal al cheque de pago diferido, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, se enfocó en el desarrollo de este instrumento, como un sustituto del pagaré o papel comercial. [5]

El objetivo central de este instrumento, si bien es abierto a cualquier tipo de empresa, siempre fue, el proveer a las pequeñas y medianas empresas de una herramienta que les permita acceder al mercado bursátil en condiciones acordes con su propia realidad. [5]

Para ello, se iniciaron por parte de la entidad bursátil una serie de conversaciones y negociaciones con el Ministerio de Economía. Los procesos de trabajo se centraron en términos de su impacto como herramienta sencilla y al alcance de las Pymes, así como la posibilidad que se convierta en una nueva tasa de interés referencial, toda vez que el mercado de cheque de pago diferido alcance volúmenes considerables. [5]

Sin embargo, la mayor oposición en este proceso, fue con otra institución gubernamental involucrada y clave para la aplicación del cheque de pago diferido, como era el Banco Central de la República Argentina. Esta institución veía en el sistema una seria competencia que escapaba en parte a su control, dado que el cheque pasaba a considerarse una “emisión de deuda”, por lo que caía en el ámbito de responsabilidad de la Comisión Nacional de Valores. [5]



ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL CENTRO DE INVESTIGACIÓN CIENTÍFICA Y TECNOLÓGICA



No obstante se lograron superar estos inconvenientes y en Julio del 2003 se sancionó 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 Mercado de Valores autorregulados, con el fin de propiciar medidas que faciliten el acceso al crédito, fundamentalmente para las pequeñas y medianas empresas. [6]

En este Decreto, se instituye a la Comisión Nacional de Valores como autoridad responsable de aplicación del nuevo régimen, para los fines de regulación y supervisión de la negociación en las entidades autorreguladas y en cuanto al control de las actividades que cumplan los organismos vinculados a la negociación. [6]

3. Metodología

La investigación, sobre la negociación bursátil de los cheques de pago diferido, se dirige especialmente para las Pymes en el Ecuador, como una herramienta de financiamiento para la producción de bienes y/o servicios.

Para determinar si las Pymes estarían dispuestas a participar en este sistema se elaboró un Estudio de Mercado con una muestra escogida mediante un tipo de muestreo probabilístico simple sin reposición, puesto que partimos de una base de datos de 100 empresas, entre pequeñas y medianas, que mostraban mayor acceso de información; luego se continuó aplicando este tipo de muestreo, es decir cada empresa extraída de la base, para la investigación, se descartaba en la siguiente extracción.

A partir de este tipo de muestreo se determinó que 94 empresas serían las encuestadas, considerando su tamaño, sector y actividad comercial. Una vez obtenidos los resultados mediante encuestas realizadas, se procesaron los datos en el programa estadístico

SPSS en el cual se utilizó estadística descriptiva, tablas cruzadas y chi cuadrado.

Luego de estos resultados se realizó un estudio de factibilidad mediante Método Delphi y Análisis Costo Beneficio.

4. Estudio de Mercado

Este estudio fue dirigido al área financiera de diferentes empresas, los datos reflejan que de las 94 empresas encuestadas, los sectores más representativos fueron el de Industrial o de Manufactura (20%), Pesquero (19%) y Salud (19%). Del total de las empresas el 36% generan ingresos promedios mayores a \$12.500, el 27% con empresas generan ventas promedio de \$10.000 a \$12.500.

El 33% de las empresas encuestadas cuentan aproximadamente con un número de empleados que oscila entre 18 y 23, el 22% de 12 a 17 empleados y el 16% de 24 a 29 empleados. La forma de pago a proveedores más utilizada dentro de la encuesta son los denominados cheques a fecha (no legal, ni negociable) con un 50%, seguido del pago con cheque común con un 35%. Además el 50% de las empresas demoran en cancelar a sus proveedores un mes mientras que el 37% cancela en periodo de tiempo mayor a los 30 días.

El 73% de los encuestados consideran que es una buena alternativa de financiamiento pagar a proveedores con cheques bursátiles. Sin embargo, solo el 67% dice que lo implementaría, el 25% cree que debería existir el instrumento en mención, porque ayuda a tener mayor liquidez, otro 25% cree que le da mayores facilidades como medio de pago y el 20% nos dice que debería de aplicarse este sistema para agrandar el mercado con una nueva forma de pago.

El 38% de los encuestados inscribiría sus cheques en este nuevo sistema porque les genera confianza, seguridad y a la vez una mejor imagen como empresa; el 18% lo haría porque le da liquidez, mientras que el 37% no



los inscribiría por falta de información, esta falta de información resalta la ausencia de conocimiento de la base legal y bursátil que sustenta la seguridad y agilidad del nuevo instrumento, dicho desconocimiento podría ser resuelto mediante la difusión de las Bolsas de Valores del país y sus Casas de Valores.

5. Estudio de Factibilidad

5.1. Método Delphi

Al no existir datos históricos sobre la emisión y negociación de cheques a fecha en el Ecuador, se realizó consultas a profesionales de diferentes áreas, que tienen conocimientos sobre el entorno del mercado de valores ecuatoriano y sobre la situación actual de la economía. Estas personas expusieron sus ideas con alternativas y posibles resultados sobre el tema, que se resumen en los siguientes informes:

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS – Intendente del Mercado de Valores – Ec. Pablo Aguilar

Para la existencia del cheque de pago diferido se necesita una reforma en la Ley de Cheques, cambio que puede ser sugerido por la Superintendencia de Compañías. En primera instancia, el cheque de pago diferido deberá ser calificado por una entidad financiera para poder ser cotizado en bolsa, este instrumento podrá ser negociado directamente en la Bolsa de Valores.

El proceso de emitir un cheque a fecha a un proveedor y que este lo negocie en un mercado de valores, no es eficiente para una pequeña y mediana empresa. Varias son las razones, las más importantes: las Pymes tienen pocos proveedores, no es bueno que cada vez que necesiten insumos paguen con cheques a fecha y que estos luchen posteriormente con la venta de los documentos en un mercado de valores reducido (como el mercado ecuatoriano); además, el capital fresco vendría de un solo sector, de sus proveedores.

Me parece que la idea del cheque de pago diferido es muy buena siempre y cuando sea enfocada al público en general, es decir realizar una emisión de cheques a fecha por un monto específico, por ejemplo \$50,000 anuales a tasas de interés de entre el 7% y 8%, y que estos sean negociados en bolsa, se distinguiría de los demás papeles a corto plazo por la

Tabla 4.1.

Tabla de contingencia Cree usted necesaria la existencia de un instrumento con el que pueda pagar a sus proveedores?? ' Estaría dispuesto a inscribir sus cheques posfechados en el registro en el registro de mercados de valores?

Recuento		Estaría dispuesto a inscribir sus cheques posfechados en el registro en el registro de mercados de valores?		Total
		SI	NO	
Cree usted necesaria la existencia de un instrumento con el que pueda pagar a sus proveedores??	SI	63	15	78
	NO	0	16	16
Total		63	31	94

Tabla 4.2.

Tabla de contingencia Resultaría una buena alternativa de financiamiento emisión de cheques posfechados? ' Estaría dispuesto en incluir a su empresa en dicho sistema?

Recuento		Estaría dispuesto en incluir a su empresa en dicho sistema?		Total
		SI	NO	
Resultaría una buena alternativa de financiamiento emisión de cheques posfechados?	SI	55	14	69
	No	8	17	25
Total		63	31	94

Tabla 4.3.

Tabla de contingencia Cree usted necesaria la existencia de un instrumento con el que pueda pagar a sus proveedores?? ' Resultaría una buena alternativa de financiamiento emisión de cheques posfechados?

Recuento		Resultaría una buena alternativa de financiamiento emisión de cheques posfechados?		Total
		SI	No	
Cree usted necesaria la existencia de un instrumento con el que pueda pagar a sus proveedores??	SI	69	9	78
	NO	0	16	16
Total		69	25	94



ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL CENTRO DE INVESTIGACIÓN CIENTÍFICA Y TECNOLÓGICA



ejecutividad del cheque en el momento del pago. Utilizando este enfoque de los cheques de pago diferido las Pymes captarían mayor dinero de diferentes fuentes a tasas más atractivas que las del mercado financiero, lograrían mayor liquidez en sus balances y tendrían capacidad para adquirir sus insumos de manera corriente, creando buenas relaciones de pago con sus proveedores, que a largo plazo se vería reflejado en préstamos inmediatos.

CASA DE VALORES ADVFIN S.A. – Presidente – Ec. Alfredo Barandearán

El cheque a fecha es un documento no admitido en el Ecuador, el primer requisito para que entre en circulación sería la corrección de leyes. Bajo el supuesto, de que este sea calificado como legal es posible que sea negociado en el Ecuador por las casas de valores luego de una inscripción en la Superintendencia de Compañías y Bolsas de Valores.

Las ventajas del documento serían: ingreso de liquidez e insumos a las Pymes, evita a estas empresas caer en manos de prestamistas informales con altas tasas de interés, elimina procesos para acceder a un crédito, nueva opción de financiamiento a menor tasa. Las desventajas del título son: no existe garantía real para quien adquiere el título, es una recuperación más difícil para las personas naturales, lo que hace que el título sea menos atractivo y se demande a menos precio o mayor rendimiento.

En definitiva, el mercado se centra en el corto plazo y este producto atiende este tipo de requerimiento, lo cual debe conducir a que sea un producto atractivo para los inversionistas, no obstante todo dependerá de cómo se instrumenten estos cheques, la calidad de los giradores, garantías y tipo de clientes que estén facultados a comprarlos. Una condición clave que tiene que tener la empresa giradora es la capacidad de invertir el efectivo y recuperarlo con ganancias antes del vencimiento del cheque,

esto puede ser analizado mediante la razón rotación de inventario.

Las tasas de descuento promedio para cheques con valor nominal de \$20,000 y \$50,000 dependen de la fecha o momento en que salgan a bolsa como producto, y eso siempre es variable. Referencialmente a 180 días puede negociarse entre 6,5% a 7,0% (tasa anual simple). La comisión de la casa de valores por negociación transada en bolsa es el 0,20% sobre el valor nominal.

BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL – Director General – Ec. Arturo Bejarano

El cheque de pago diferido presenta ventajas como: eliminar o reducir el crédito informal a tasas sin control y formaliza un volumen operacional de gran tamaño que actualmente se maneja privadamente. Elimina dependencia de las empresas hacia los bancos para conseguir financiamiento de corto plazo. Las desventajas que presenta: la verificación de la capacidad de pago, la calificación que por montos tengan los cheques y los giradores y los controles que las autoridades de control ejerzan.

El costo de la Bolsa de Valores sobre el valor efectivo de cualquier documento negociado es el 0,09%.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS - Subsecretario general – Ec. Ricardo Zambrano

El ejecutivo se encuentra en proceso de transición. Actualmente están siendo aceptados proyectos que dinamicen el mercado de valores, si los cheques a fecha pueden utilizarse como documentos bursátiles que financien a las Pymes sin ninguna duda se modificarán las leyes, para esto se requiere un análisis



**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL
CENTRO DE INVESTIGACIÓN CIENTÍFICA Y TECNOLÓGICA**



responsable de los organismos de control del mercado.

participación de este mercado, a pesar de ser quienes piden más requisitos y garantías para acceder a los préstamos.

5.2. Análisis Beneficio Costo

La manera más común de financiamiento de las Pymes es vía terceros y bancos. Analizamos la situación actual del acceso a crédito de las Pymes y un análisis de su flujo de caja si se financian vía terceros, bancos y cheques posfechados.

5.2.1 Situación actual de las Pymes para acceder al crédito.

A continuación se muestran los diferentes tipos de créditos otorgados por el sistema financiero a las empresas y la participación que le da el mercado en la actualidad a las Pymes.

Participación empresarial en créditos bancarios

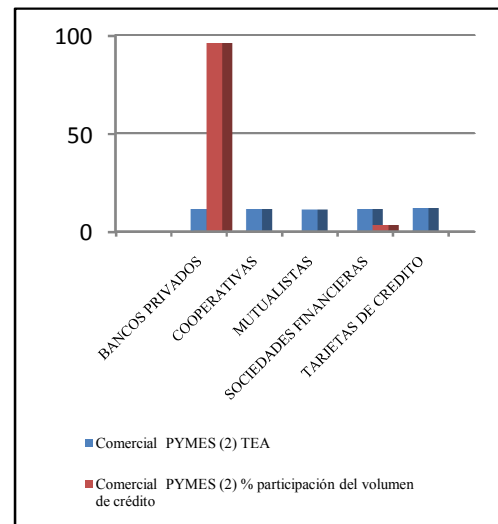
Corporativo	53,29%
Pymes	13,79%
Vivienda	5,18%
Consumo	17,09%
Consumo Minorista	1,02%
Microcrédito amplio	2,85%
Microcrédito simple	6,33%
Microcrédito subsistencia	0,45%
Total Crédito	100,00%

TABLA REFERENCIAL: DATOS DEL BANCO CENTRAL OPERACIONES REALIZADAS ENTRE EL 29 DE ENERO AL 4 DE FEBRERO)

Las Pymes tienen limitadas vías de crédito, como podemos ver en cuadro que a continuación se muestra la tasa activa efectiva del mercado es casi la misma, siendo la más alta del 11.83% que ofrecen Tarjetas de Crédito por que son quienes tienen una menor participación dentro del volumen de crédito, mientras que los Bancos Privados son quienes poseen la mayor

ENTIDADES	Comercial PYMES (2)	
	TEA	% participación del volumen de crédito
BANCOS PRIVADOS	11,40	96,02
COOPERATIVAS	11,40	0,33
MUTUALISTAS	11,26	0,32
SOCIEDADES FINANCIERAS	11,31	3,32
TARJETAS DE CREDITO	11,83	0,02
SISTEMA FINANCIERO NACIONAL	11,40	100,00
Porcentaje de participación por segmento en el total del crédito concedido	13,79	

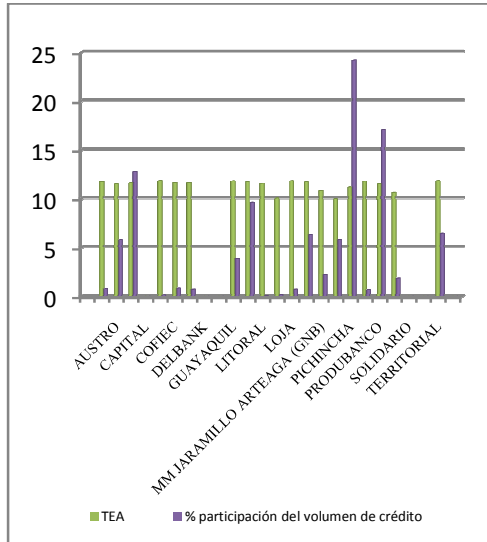
TABLA REFERENCIAL: DATOS DEL BANCO CENTRAL OPERACIONES REALIZADAS ENTRE EL 29 DE ENERO AL 4 DE FEBRERO)



De los Bancos Privados podemos ver que el Banco del Pichincha es quien posee mayor participación en la Pymes seguido de Produbanco y Banco Bolivariano. Que son solo 3 de los 25 Bancos Privados, es decir si que las Pymes tienen acceso al 13.79% del crédito general, de los cuales el 96% lo dan los Bancos



Privados y estos están concentrados en aproximadamente tres Bancos.



Se puede ver que es muy limitado en Ecuador el acceso al crédito para estas pequeñas y medianas empresas. El sistema de cheques diferidos abriría los canales al crédito dando una nueva mejor y más económico sistema de financiamiento.

5.2.2. Análisis costo beneficio

Utilizando información obtenida en el método Delphi evaluamos el beneficio y costo de dos alternativas de financiamiento de una empresa: emisión de cheques a fecha en el mercado de valores y préstamo bancario.

Empresa AB

Monto de la emisión: \$ 50.000,00

Plazo días: 180

SISTEMA FINANCIERO	
Banco Local	
Tasa Efectiva Activa	9,10%
Monto Financiamiento =	\$ 50.000,00
Costos Incurridos	
Intereses	\$ 2.275,00
Comisiones	\$ -
Otros	\$ -
Total Costos	\$ 2.275,00

MERCADO DE VALORES	
Rendimiento:	6,50%
Tasa de descuento =	$\frac{6,5\% \cdot 180}{360 \text{ días}} = 3,25\%$
Monto Financiamiento =	$\frac{\$ 50.000,00}{(1+3,25\%)} = 48.426,15$
Costos Incurridos	
Costo BVG (0,08%)	\$ 43,58
Costo Casa (0,20%)	\$ 100,00
Descuento	\$ 1.573,85
Total Costos	\$ 1.717,43

Beneficio USD\$	\$ 567,57
Beneficio %	24,51%

6. Conclusiones

Las Pymes tienen limitadas vías de crédito en el sistema financiero, solo el 13,79% de la cartera de los bancos es financiamiento a las microempresas según datos del Banco Central del Ecuador a febrero del 2009.

Se financian vía terceros, aunque no existen datos estadísticos de las tasas cobradas por prestamistas informales, según datos proporcionados por las encuestadas estas tasas oscilan entre el 20 y 25% anual.



ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL CENTRO DE INVESTIGACIÓN CIENTÍFICA Y TECNOLÓGICA



El plazo para acceder al crédito en un banco puede extenderse a meses mientras que el plazo para solicitar financiamiento en el mercado de valores no excede a los 30 días, siempre y cuando cumpla con los requisitos.

La emisión del cheque de pago diferido presenta ventajas a las Pymes: entrada de capital a la empresa, elimina o reduce el crédito informal a tasas sin control y formaliza un volumen operacional de gran tamaño que actualmente se maneja privadamente, elimina dependencia de las empresas hacia los bancos para conseguir financiamiento de corto plazo, nueva opción de financiamiento a menor tasa.

Las desventajas del sistema de negociación bursátil de los cheques posfechados: no existe garantía real para quien adquiere el título, es una recuperación más difícil para las personas naturales, lo que hace que el título sea menos atractivo y se demande a menos precio en el mercado, representa una alternativa de financiamiento desconocida para proveedores lo que podría obstaculizar el proceso.

Financiarse vía emisión de cheques genera menores costos que financiarse vía bancos, en un análisis beneficio-costos con un monto de \$50,000 a 180 días la empresa ahorraría el 25% aproximado, si elige la emisión de cheques versus sistema financiero.

El mayor problema del sistema de negociación bursátil de los cheques de pago diferido son las leyes, se necesita una reforma estatutaria que legalice dichos documentos para uso exclusivo del mercado de valores.

7. Agradecimientos

De manera especial, queremos agradecer al Ing. Marco Tulio Mejía por su ayuda en el presente análisis, y a los entendidos del mercado de valores por su colaboración con datos y comentarios reales del tema.

8. Referencias

- [1] Banco Central del Ecuador, Estadísticas económicas, PIB Industrial. (2007)
- [2] Cámara de la Pequeña Industria del Guayas, Acceso al sistema financiero (2006)
- [3] Consejo Nacional de Reactivación de la Producción y la Competitividad, CAPACITACION PARA MEJORAR CLIMA DE NEGOCIOS DE PEQUEÑAS EMPRESAS (2007)
- [4] Centro de Estudios Latinoamericanos del año 2001, estudio para las Pymes.
- [5] Ley de Cheques Argentina (L.Ch.Ar.). Reforma el régimen general de cheques comunes, y crea en ese país la figura el Cheque de Pago Diferido, con el sistema de la "Registración" (Ley 24.452.- Sanción: 8 - 02 - 1995; Promulgación, 22- 02 -1995; Publicación, B.O., 2- 03 -1995).
- [6] Decreto reformatorio de la Ley de Cheques Argentina.- Reforma artículos de la Ley de Cheques Argentina, introduciendo la posibilidad de negociar los Cheques de Pago Diferido en el Mercado de Valores (Decreto 386 / 2003.- Sanción: 10-07-2003; Publicación: 15-07-2003).