

**EL MERCADO SECUNDARIO DE
NEGOCIACION DE CHEQUES DE PAGO
DIFERIDO COMO MEDIO DE
FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS
PYMES**

JOSÉ MARÍA CRISTIÁ

1. Uno de los principales problemas de las Pymes y Mypes es el financiamiento, no todas las cuales tiene acceso al crédito bancario –en tal caso costoso incompatible con una rentabilidad normal empresaria– y la casi totalidad no han podido llegar al mercado de capitales.- Los instrumentos financieros usados en la realidad de los mercados financieros argentinos no han resultado instrumentos aptos para el financiamiento en un mercado de capitales de las empresa Mypes y Pymes.-
2. Las obligaciones negociables, los pagarés de empresas o bonos de corto plazo, por diferentes circunstancias han fracasado. Basta citar que por ej. las obligaciones negociables que permitieron el abaratamiento del crédito para las grandes sociedades líderes, en cambio si observamos su utilización por las empresas Pymes muy pocas han podido llegar a cotizar estas obligaciones en los mercados de valores argentinos.-
3. La ley de facturas de crédito 24.760, y más allá de la falta de

- aceptación de este instrumento por los operadores económicos,- especialmente las empresas no Pymes que debían emitirlas, tuvo la gran virtud de dar eficacia al cheque de pago diferido, que contemplado en la ley 24.452 no resultaba ágil en su aplicación, y de ahí su no aceptación en la esfera de la realidad fundamentalmente por la necesaria registración impuesta por esta ley.-
4. La ley de factura de crédito y por sobre la finalidad de índole impositiva, que interesa al Estado recaudador insaciable, realmente es trascendente en cuanto admite expresamente que títulos de creación individual, puedan negociarse en las Bolsas y Mercados autoregulados del País.-
 5. El diputado nacional Ballestrini en oportunidad de presentar el proyecto de ley y luego al efectuar un verdadero road show del mismo en distintas bolsas y mercados, entidades empresarias, y del quehacer nacional, insistió particularmente en la gran posibilidad que abría para las empresas PYMES la posibilidad de negociar en bolsas y mercado de valores del País estos títulos individuales. Auténtico medio de financiamiento, donde concurrirían en un mercado institucionalizado, legal y transparente los inversores, unidades superavitarias con ahorros dispuestos a ser colocados, y los demandantes de éstos, pequeños y medianos empresarios tenedores de facturas de crédito, cheques de pago diferido y documentos equivalentes recibidos en pago de sus ventas o locaciones de muebles, obras o servicios (arts 2 de la ley).-
 6. Al momento de dictarse la ley, el crédito bancario se concentraba en sólo 400 grandes empresas.- Hoy casi el único camino bancario para las Pymes son los créditos personales, con altísimos costo financiero, de los \$ 32.124 millones que los bancos tienen otorgados a Mypes y Pymes el 32,6% se otorgó a través de créditos a particulares, con tasas que generalmente duplican a las que se cobran por líneas empresariales.- (Ambito Financiero 6.7.2001).-
 7. La importancia de las empresas Mypes y Pymes para el desarrollo del País es incuestionable.- Las Micro (menos de 10 ocupados) generan el 46,6% del empleo, por su parte las Pymes dan un 34% de ocupación, entre ambas representan, el 99,7% de las empresas del País y son generadoras del 70,8% del P.B.I. sin embargo participan solamente en el 36,6% del total de los créditos asignados por los bancos al conjunto de la economía.-
 8. La ley de factura de crédito intenta abrir una nueva puerta para acceder el mercado de capitales, el marco legislativo está dado por

el arts. 6 y 8 inc. b) de la ley de Factura de Crédito N° 24.760 complementada por los arts. 10 y 11 del decreto reglamentario N° 377/97. La estructura general del régimen es el siguiente:

- a. Las facturas de crédito son negociables en las bolsas de comercio y mercados de valores de la República (art. 6 L.F.C.).
- b. Las bolsas y mercados deberán dictar los respectivos reglamentos, en ejercicio de sus facultades autoregulatorias (art. 6).
- c. Tanto la oferta primaria como la secundaria no se consideran oferta pública comprendida en el art. 16 de la ley 17.811 (art. 6).
- d. No requieren autorización previa (art.6).
- e. El vendedor o locador, el comprador o locatario, los endosantes o cualquier otro firmante del documento no quedan sujetos al régimen de los emisores o intermediarios en la oferta pública de la ley 17.811 (art. 6).-
- f. Los “documentos equivalentes” que establezca el Poder Ejecutivo en sustitución de la obligación de emitir factura de crédito son negociables en las mismas condiciones que ésta, o sea también en los mercados de valores y bolsas de comercio (Art. 8 inc b, L.F.C.).-
- g. Por vía del art. 10 del decreto 377/97 incorpora a los cheques de pago diferido que sustituyan la obligación de emitir la factura de crédito entre los “documentos negociables” en los mercados de valores y bolsas de comercio.-
- h. El decreto 377/97 avanza sobre la ley con el propósito de favorecer la negociación en bolsa, e incorpora algunos aspectos del régimen de Caja de Valores a la negociación bursátil prevista en la ley.- En virtud de esta normativa: h.1- Los títulos quedan depositados en Caja de Valores hasta su vencimiento o retiro en cualquier momento a solicitud del depositante por orden de su comitente (art. 10).-
- h.2. La transferencia a la Caja de Valores tendrá la modalidad y efectos previstos en el art. 41 de la ley 20.643. La Caja no adquiere ni la propiedad ni el uso de los títulos, sólo debe conservarlos y custodiarlos efectuando las operaciones y registraciones “contables” que deriven de su negociación (art. 10).-
- h.3. El depósito se hará mediante un endoso a favor de la Caja de

Valores con la expresión: “para su negociación en Mercados de Valores” o similar (art. 10).-

h.4. La compraventa en bolsa no genera obligación cambiaria entre las partes en tanto los adquirentes no hayan retirado y endosado el documento.-. Al retiro de la Caja ésa anotará al dorso del título el nombre del comitente que figura en sus registros (anotación en cuenta) para restablecer la circulación cambiaria.-

h.5. La Caja no responde de su pago, ni por defectos formales, ni por la legitimación de los firmantes o autenticidad de las firmas insertas en los “documentos negociables” (art. 11 dec. 377/76).-

9. De acuerdo al plexo normativo expuesto surgen en mi opinión las siguientes conclusiones para la negociación de cheques de pago diferido y otros “documentos negociables” contemplados en la ley y su decreto reglamentario 377/97.-

A la posibilidad de negociar dichos documentos en bancos o proveedores se agrega la de ofrecerlos a un número indeterminado de inversores que confluyen a los mercados de valores del País.-

Si bien la ley habla de oferta primaria y secundaria, atento el carácter de títulos individuales, no es concebible la oferta primaria a un número importante e indeterminado de personas oferentes de fondos.

La colocación inicial será la del primer tomador del cheque, que lo recibió en pago.-

En el caso del cheque dado su carácter de abstracto, y la inexistencia de toda mención sobre la causa de su libramiento resulta incompatible cualquier exigencia o investigación sobre la causa subyacente.- Todo cheque de pago diferido es negociable.-

¿Es obligatoria la intervención de Caja de Valores? En mi opinión la respuesta debe ser negativa. No obstante la formulación del decreto 377/97 que pareciera así exigirlo, superando una interpretación meramente gramatical la conclusión debe ser por la negativa.

El texto de la ley no menciona ni contempla el régimen de Caja de Valores debiendo regir por ende el principio de supremacía del art. 31 de la C.N. y de libertad de los arts. 14 y 19 de la misma. Finalmente no existe razón plausible alguna para imponer esta exigencia; en todo caso la introducción en el régimen de Caja favorecerá la circulación pero su no incorporación no puede ser obstativa de la negociación.-

Coexisten así en mi criterio, dos formas de negociar en Bolsa, por un lado con depósito en Caja de Valores previsto en el decreto 377/97 con las ventajas de no generar obligación cambiaria en los

intervinientes, registraci3n en cuenta con rapidez, facilidad y mayor seguridad en la circulaci3n, y por otro lado la negociaci3n mediante el r3gimen de circulaci3n normal del t3tulo conforme a la ley de circulaci3n del mismo. En el caso del cheque ahora endoso limitado en su n3mero.-

Ser3 necesaria la reforma de la ley 20.643 como han entendido algunas opiniones letradas en cuanto el dep3sito es regular y no colectivo? En absoluto entiendo que sea incompatible con el r3gimen de la ley 20.643.- Tanto en el r3gimen de la 20.643 como en el del decreto 377/97 el dep3sito en Caja de Valores no transmite la propiedad ni el uso (art. 41 de la ley 20.643 y art. 10 del dec 377/97). En ambos casos el t3tulo debe o debiera estar individualizado. En el caso del cheque no cabe duda alguna por su car3cter de t3tulo de emisi3n individual, y en el caso de las acciones u obligaciones negociables o dem3s t3tulos emitidos en masa, cabe recordar que la ley 20.643 fue pensada y concebida originariamente para un r3gimen de t3tulos nominativos no endosables con lo cual -si bien en masa o en serie, estos son t3tulos que puedan perfectamente ser identificados a tal punto que-, como bien ense1ara Halper3n "la caja no podr3 entregar otros t3tulos, porque las acciones son nominativas y el endoso del depositante es solo para el dep3sito y retiro (art. 37)" Halperin, Isaac, *Sociedades An3nimas*, p3g. 352 ampliada por Julio C. Otaegui (2º ed., Depalma, Bs. As., 1998) El r3gimen de acciones escriturales y certificados globales es muy posterior a la ley 20.643.

Tampoco creo que sea necesaria ninguna reglamentaci3n por parte de la C.N.V. como propici3 alguna doctrina (Villegas, Carlos Gilberto, *R3gimen de la factura de cr3dito. Reforma de la ley de cheques*, p3g. 248 Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1997). De hecho no ha existido reglamentaci3n de la C.N.V. y escapando a la ley 17.811 no tendr3a porqu3 hacerlo. Es m3s la ley delega en forma expresa (art. 6 L.F.C.) su reglamentaci3n por los Mercados de Valores.-

En fin, si bien el cheque de pago diferido ser3 el que abrir3 esta nueva posibilidad por su gran utilizaci3n, queda abierto el camino para la financiaci3n en el mercado de capitales de los otros instrumentos como son los "documentos equivalentes"; posiblemente las gu3as, cartas de porte y certificados de obra puedan tambi3n ser merecedores de un mercado secundario.-

Mercados del interior del Pa3s proyectaron y dictaron las normas reglamentarias, conforme a las facultades de autorregulaci3n que detentan para poner en marcha los mecanismos de esta negociaci3n, m3s precisamente el Mercado de Valores de Rosario S.A.-

10. El Mercado de Valores de Rosario S.A desde el 16 de julio del corriente año, a puesto en marcha el mercado secundario de cheque de pago diferido, dictando su propia regulación que no ha merecido observación de la C.N.V, aunque sin la intervención de Caja de Valores.-