

"Unidad de Mercados de Capitales:

Primeros "pininos"

hacia la regulación del Mercado de Valores

por Frank Fuentes Brito*

1. Introducción

En septiembre de 1996, la Superintendencia de Bancos dio pasos hacia la organización del mercado de valores del país y como medida regulatoria provisional creó la Unidad de Mercado de Capitales con el objetivo de que dicha instancia desempeñe las funciones inherentes a una Comisión Nacional de Valores.

En ese mismo tenor, el 17 de junio del año en curso, hizo de público conocimiento la creación del "Registro Público Bursátil" (RPB). Según consta en la publicación hecha por la institución, este Registro está bajo la responsabilidad de la Unidad de Mercado de Capitales de la Superintendencia de Bancos y a la disposición de todo inversionista y el público en general.

Esta medida tomada por el organismo regulador, unida a la creación de la Unidad de Mercado de Capitales, busca compensar, en cierta medida, la falta de una Ley de Mercado de Valores y se enfila en la misma ruta de la Décima Resolución de la Junta Monetaria del 25 de enero de 1996, en la que se dio potestad a las entidades financieras que se ajusten a los requerimientos expresados en dicha resolución, de realizar operaciones bursátiles sin tener que pertenecer a un mercado centralizado, por la ausencia de un marco legal para este tipo de operaciones.

La lentitud que caracterizó el proceso de conocimiento y discusión del Anteproyecto de Ley de Mercado de Valores ha provocado diversas reacciones entre líderes empresaria-

les, economistas y personajes de la opinión pública, entre las que se destaca la que realizara el Lic. Rosendo Alvarez, cuando calificó el Anteproyecto de Mercado de Capitales, como "uno de esos estudiantes que siempre estudian pero que nunca terminan"

Sin embargo, con la presentación el pasado miércoles 9 de julio por parte del Banco Central de la última versión del Anteproyecto de Ley de Mercados de Valores, el debate sobre el Mercado de Valores en la República Dominicana toma otro matiz en virtud de la necesidad de la aprobación de la Ley.

La creación de una Ley hace necesaria, como en otras actividades financieras, la conformación de un organismo con naturaleza jurídica independiente que pueda encargarse de la regulación, control, fiscalización y promoción del sector, y en este contexto surgen las denominadas Comisiones Nacionales de Valores o Superintendencias de Valores.

Sin embargo, en un mercado bursátil que está experimentando un crecimiento tan vertiginoso como el nuestro, las autoridades han entendido necesario tomar medidas de carácter provisional que tienen como propósito aportar a la transparencia, organización e institucionalización, así como ofrecer seguridad a los participantes en este mercado.

En conversación con el Encargado de la Unidad de Mercado de Capitales de la Superintendencia de Bancos, el economista Heiromy Castro, obtuvimos importantes informaciones acerca de la creación, funcionamiento y objetivos de la referida Unidad y del Registro Público Bursátil.



2. Unidad de Mercado de Capitales.

2.1. Creación.

La Unidad de Mercado de Capitales fue creada en septiembre del año pasado, luego de la llegada del Lic. José Santos Taveras como Superintendente de Bancos en el mes de agosto. La motivación de las nuevas autoridades de crear la Unidad y el Registro Público Bursátil, fue básicamente el incremento de las operaciones bursátiles y el desarrollo experimentado por el mercado de valores en el país.

Cuando se inició el proceso de conformación de la Unidad, los primeros esfuerzos abarcaron reuniones con los directivos de la Bolsa de Valores de la República Dominicana (en ese entonces Bolsa de Valores de Santo Domingo) y con los directivos de la Asociación de Puestos de Bolsa. En esas reuniones se buscó la forma de aplicar el espíritu de la Ley 550 y sus modificaciones, de tal forma que no afectara negativamente al Mercado de Valores, que como en todas partes es hipersensible.

2.2. Base Legal.

Conforme a la Ley 550 del 23 de diciembre de 1964 y sus modificaciones realizadas en la Ley 162 del 27 de mayo de 1971, la Superintendencia de Bancos está facultada para intervenir como ente regulador y como respaldo de los participantes en las operaciones relacionadas con acciones, obligaciones, títulos-valores o cualquier otro instrumento en el mercado de valores. Esto implica que la creación de la Unidad de Mercado de Capitales responde al ejercicio de sus facultades conferidas por dicha Ley.

En su Artículo primero, la Ley 550, establece claramente su alcance cuando dice que: "Las compañías dominicanas o extranjeras que exhiban, ofrezcan en venta o emitan al público, o en cualquier forma introduzcan en el mercado de la República Dominicana, acciones, obligaciones o títulos de cualquier naturaleza estará sujeta a las formalidades exigidas en la presente ley".

Mientras que en su Artículo segundo, párrafo único, establece que: "La evaluación que se haga de los aportes en naturaleza para ser sometida a la junta general de accionistas deberá ser aprobada por el Superintendente de Bancos". Cuando se menciona la palabra "aportes" se refiere a todos los títulos-valores en territorio dominicano.

2.3 Funciones.

La función primordial de la Unidad de Mercado de Capitales es hacer las veces de una Comisión Nacional de Valores. Las Comisiones Nacionales de Valores o Superintendencias de Valores son órganos rectores de la actividad bursátil y de valores, cuyas funciones no sólo deben abarcar el ámbito de la regulación y la fiscalización, sino también la importante labor de propiciar una mayor participación de todos los agentes involucrados y procurar el fortalecimiento del mercado.

La existencia de mercados de valores, como otras actividades del sistema financiero, genera la necesidad de organismos con naturaleza jurídica independiente que se encarguen de regular, controlar, fiscalizar y promover dicha actividad. Dichos organismos generalmente son creados por una Ley de Reguladora del Mercado de Valores, que como mencionamos en la parte introductoria todavía está bajo estudio por técnicos del Banco Central.

Las tendencias globales de liberalización de las economías han incidido marcadamente en el rol del Estado, y por consiguiente, sobre la labor de los organismos reguladores dependientes de él, en este caso a los concernientes al mercado de valores. En consecuencia, la fuerte incidencia del Estado en el desenvolvimiento de los mercados ha disminuido y en algunos casos ha desaparecido, en razón de los resultados obtenidos por los modelos intervencionistas. Por esta razón, en muchos países, la Comisión Nacional de Valores ha asumido, no tan sólo la labor reguladora, sino también la de promoción y estimulación del desarrollo del mercado.

El control de los mercados responde básicamente a dos modelos: la autorregulación, en donde la disciplina recae sobre los órganos profesionales y rectores del mercado, y otro en donde se encomienda a un organismo público especializado, que tiene como fundamento la reglamentación estatal y la supervisión de los mercados y los intermediarios. Actualmente, se percibe en muchos países la tendencia de integrar ambos modelos.

En países como Costa Rica, en donde la Comisión Nacional de Valores está promoviendo la autorregulación, el Estado brinda al público inversionista toda la información financiera pertinente a la toma de decisiones de inversión financiera, delegando en el agente individual la plena voluntad del ejercicio de su decisión en la forma en que ha de invertir sus ahorros financieros. Mientras que dota a los intermediarios del ejercicio pleno de su capacidad de innovación en el desarrollo, expansión de nuevos mercados y alternativas de inversión.

Con la aprobación de la Ley desaparecería la Unidad de Mercados de Capitales, pero en la conformación de la Superintendencia de Valores se debe tomar en cuenta la implementación de un Consejo de Directores conformado por el Secretario de Estado de Finanzas, el Secretario de Industria y Comercio, el Gobernador del Banco Central, el Superintendente de



Bancos y tres representantes del sector privado con experiencia en la materia.

2.4. Proceso de consolidación.

Durante el proceso de consolidación de la Unidad, se realizaron visitas a la Superintendencia de Valores de El Salvador y la Comisión Nacional de Valores de Costa Rica, ¿qué se escogieron estos países? En el caso de Costa Rica, la mayoría de las transacciones se realizan con papeles comerciales al igual que en nuestro país. Y en el caso de El Salvador porque a pesar de ser un mercado joven, está muy desarrollado.

El Encargado de la Unidad, el Lic. Castro, participó en ambas visitas de exploración, y destacó que en el caso de El Salvador la Superintendencia de Entidades Financieras

En otras actividades del sistema financiero, genera la necesidad de organismos con naturaleza jurídica independiente que se encarguen de regular, controlar, fiscalizar y promover dicha actividad. Dichos organismos generalmente son creados por una Ley de Reguladora del Mercado de Valores, que como mencionamos en la parte introductoria todavía está bajo estudio por técnicos del Banco Central.

Las tendencias globales de liberalización de las economías han incidido marcadamente en el rol del Estado, y por consiguiente, sobre la labor de los organismos reguladores dependientes de él, en este caso a los concernientes al mercado de valores. En consecuencia, la fuerte incidencia del Estado en el desenvolvimiento de los mercados ha disminuido y en algunos casos ha desaparecido, en razón de los resultados obtenidos por los modelos intervencionistas. Por esta razón, en muchos países, la Comisión Nacional de Valores ha asumido, no tan sólo la labor reguladora, sino también la de promoción y estimulación del desarrollo del mercado.

El control de los mercados responde básicamente a dos modelos: la autorregulación, en donde la disciplina recae sobre los órganos profesionales y rectores del mercado, y otro en donde se encomienda a un organismo público especializado, que tiene como fundamento la reglamentación estatal y la supervisión de los mercados y los intermediarios. Actualmente, se percibe en muchos países la tendencia de integrar ambos modelos.

En países como Costa Rica, en donde la Comisión Nacional de Valores está promoviendo la autorregulación, el Estado brinda al público inversionista toda la información financiera pertinente a la toma de decisiones de inversión financiera, delegando en el agente individual la plena voluntad del ejercicio de su decisión en la forma en que ha de invertir sus ahorros financieros. Mientras que dota a los intermediarios del ejercicio pleno de su capacidad de innovación en el desarrollo, expansión de nuevos mercados y alternativas de inversión.

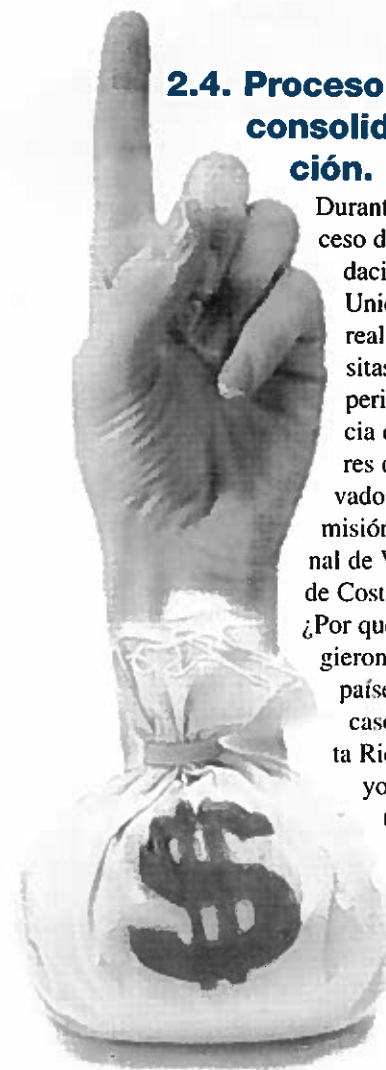
Con la aprobación de la Ley desaparece la Unidad de Mercados de Capitales, pero en la conformación de la Superintendencia de Valores se debe tomar en cuenta la implementación de un Consejo de Directores conformado por el Secretario de Estado de Finanzas, el Secretario de Industria y Comercio, el Gobernador del Banco Central, el Su-

perintendente de Bancos y tres representantes del sector privado con experiencia en la materia.

2.4. Proceso de consolidación.

Durante el proceso de consolidación de la Unidad, se realizaron visitas a la Superintendencia de Valores de El Salvador y la Comisión Nacional de Valores de Costa Rica.

¿Por qué se escogieron estos países? En el caso de Costa Rica, la mayoría de las transacciones se realizan con papeles comerciales al



igual que en nuestro país. Y en el caso de El Salvador porque a pesar de ser un mercado joven, está muy desarrollado.

El Encargado de la Unidad, el Lic. Castro, participó en ambas visitas de exploración, y destacó que en el caso de El Salvador la Superintendencia de Entidades Financieras fungía como Comisión Nacional de Valores, y una de las experiencias más interesantes de este organismo fue su proceso de transición hasta que surgiera la Superintendencia de Valores como un organismo jurídico independiente. Esto fue posible luego de un período de dos años a partir de la creación del Departamento de Valores.

En cada uno de los casos citados, el desarrollo del mercado de valores estuvo muy ligado a la participación del sector oficial. El sector oficial tiene una participación significativa en ambos mercados de valores a través de la emisión de Bonos y Certificados de Participación.

En Costa Rica existen los denominados CATs (Certificados de Abono Tributario) los cuales son utilizados por las autoridades como instrumento de política de promoción de exportaciones. En ambos países existe un mercado secundario muy amplio, el cual es vital para el mercado de Bonos y para todo Mercado de Valores.

2.5. Funcionamiento dentro de la estructura de la Superintendencia de Bancos

Dentro de la estructura de la Superintendencia, la Unidad de Mercado de Capitales depende de la Dirección de Estudios y Análisis Financiero y dentro de esta Dirección a la División de Análisis Financiero.

Existe toda una estructura diseñada, con descripciones de puestos, lista de tareas y procedimientos que podrían ser implementadas conforme al crecimiento y la complejidad del mercado, hasta que el Anteproyecto se convierta en Ley.

Actualmente la Unidad mantiene el Registro Público Bursátil y se realizan esfuerzos con el objetivo de desarrollar, junto a la Asociación de Puestos de Bolsa, un programa de cultura bursátil que consiste en entrenamientos, charlas y seminarios. Esto es de gran importancia porque a la par de las medidas que se están tomando hacia la consolidación del mercado de valores en la República Dominicana, debe realizarse una labor educativa dirigida no solamente a los profesionales que se desenvuelven en el medio, sino hacia los estudiantes e inversionistas en general. Estas actividades serán auspiciadas por la Asociación de Puestos de Bolsa y recibirán el apoyo de la Superintendencia de Bancos.

Relación con intermediarios y otros organismos.

Es necesario destacar que la relación entre la Bolsa de Valores de la República Dominicana y los Puestos de Bolsa con la Unidad de Mercado de Capital podría calificarse como excelente, en función de las reuniones, los acuerdos y la colaboración entre las partes. De la misma manera, la Unidad, a través de la Superintendencia de Bancos, mantiene relación de cooperación con BOLCEN, que es la Bolsa Centroamericana y del Caribe, la Comisión Nacional de Valores de Costa Rica y Panamá, la Superintendencia de Valores de El Salvador y con varios Puestos de Bolsa y Fondos de Inversión de esos países.

y Panamá, la Superintendencia de Valores de El Salvador y con varios Puestos de Bolsa y Fondos de Inversión de esos países.

El Registro Público Bursátil

3.1. Definición.

El Registro Público Bursátil es el asiento que realiza la Superintendencia de Bancos de todas las emisiones públicas efectuadas en el mercado primario y transadas en la Bolsa de Valores de República Dominicana (BVRD).

Antes de que la Superintendencia de Bancos creara el Registro Público Bursátil, no existía en el país esta clase de fuente de información financiera, porque no estaban reguladas ni las actividades bursátiles ni de valores.

Es importante destacar que en la República Dominicana, desde hace muchos años, existe un mercado privado de valores muy amplio que mueve cientos de millones de pesos. En este mercado la Superintendencia de Bancos no tiene ningún tipo de influencia en términos de regulación y control ya que las emisiones que se realizan en dicho mercado son privadas y según la Ley 550 la Superintendencia de Bancos sólo normará las emisiones públicas.

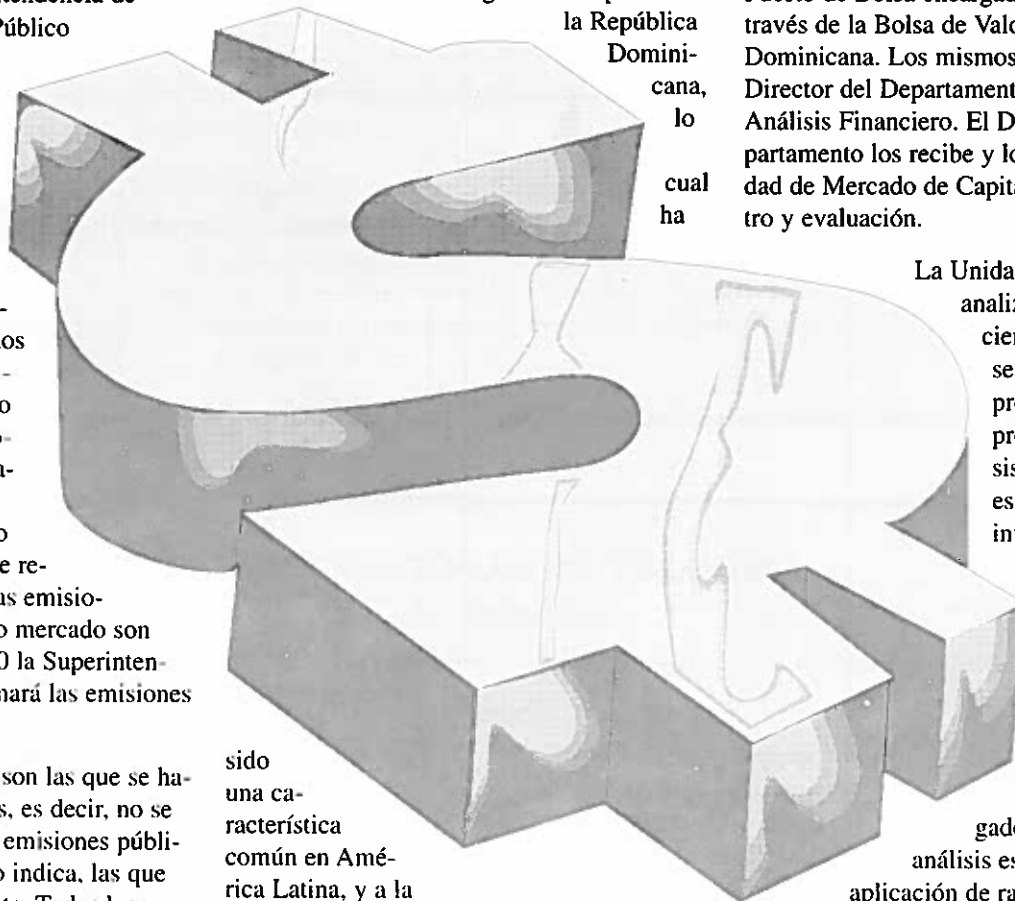
Las emisiones privadas son las que se hacen directamente a personas, es decir, no se pregonan. Mientras que las emisiones públicas son, como su nombre lo indica, las que son pregonadas públicamente. Todas las ofertas que pasan por la Bolsa de Valores son públicas, aunque sean cruzadas (transadas antes de llegar).

Una nota de interés relacionada con el Registro Público Bursátil es que el hecho de que las emisiones de valores estén registradas en el mismo, no implica que los datos presentados sean veraces. Y esto es una característica de cualquier organismo de este tipo en cualquier parte del mundo y bajo cualquier índice bursátil.

Esto viene como consecuencia de que podría existir la posibilidad de que dichos prospectos estén viciados, lo que implica que si la empresa emisora no es

tá listada en la Bolsa de Valores el riesgo de la operación es aún mayor. Si las Comisiones Nacionales de Valores avalaran los prospectos, se convertirían, en una especie de fideicomiso per se, y la labor de los referidos organismos es velar porque las emisiones cumplan con lo establecido por la Ley, a fin de ayudar a propiciar la transparencia y seguridad que necesita el inversionista.

Conforme al criterio del Lic. Castro, el hecho de que en el mercado de valores del país no se hayan emitido acciones, se debe a dos causas fundamentales: al carácter familiar de las grandes empresas de la República Dominicana, lo cual ha



sido una característica común en América Latina, y a la falta de una Ley de Mercado de Valores.

Muchas empresas multinacionales que residen en la República Dominicana, que están listadas en el New York Stock Exchange y otras Bolsa de Valores, no están listadas aquí porque no existe un sistema legal que les ofrezca las garantías que entienden necesarias para listarse en la Bolsa de Valores de la República Dominicana. Ninguna empresa va a listarse en un sistema en donde las reglas de juego no estén definidas porque su situación tampoco estará definida, pues no sabrán cuáles son sus limitaciones ni cuáles son sus derechos.

Con relación a la falta de una Ley, hay quienes plantean que en virtud de que el

Banco Central considera prioritaria la aprobación del Código Monetario y Financiero, el Anteproyecto de Ley sería conocido después. Pero, entendemos que ambos proyectos pueden ser impulsados simultáneamente en virtud de la importancia que reviste a ambos.

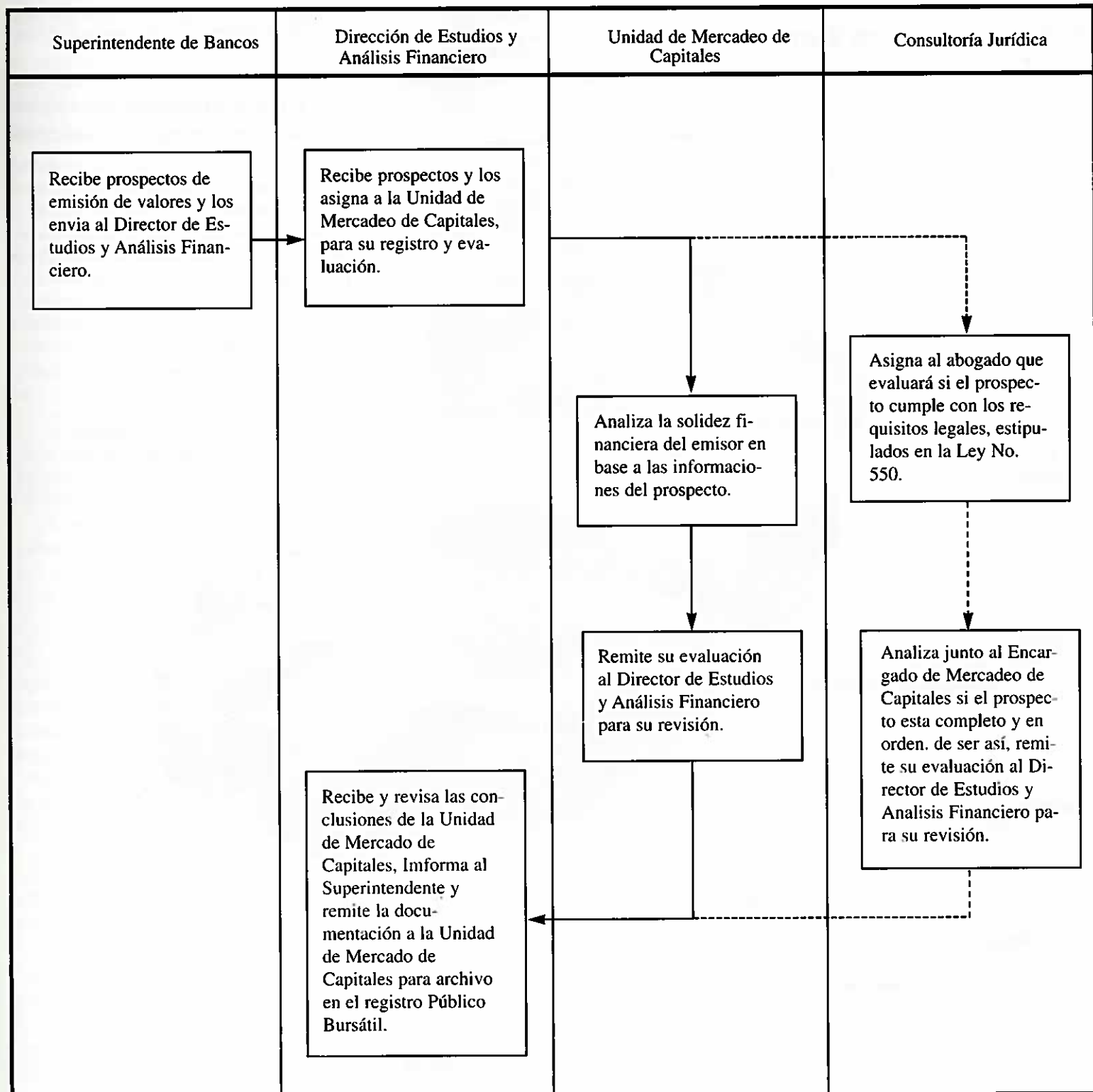
3.2 Procedimiento de registro de emisiones de valores

El proceso comienza con la recepción del prospecto por parte del Superintendente de Bancos. Este prospecto es remitido por el Puesto de Bolsa encargado de la emisión, a través de la Bolsa de Valores de la República Dominicana. Los mismos son remitidos al Director del Departamento de Estudios y Análisis Financiero. El Director de este Departamento los recibe y los asigna a la Unidad de Mercado de Capitales, para su registro y evaluación.

La Unidad se encarga de analizar la solidez financiera del emisor en base a las informaciones presentadas en el prospecto. Ese análisis no es público. No es suministrado ni a los inversionistas ni a la BVRD, a menos que por su grado de complejidad amerite una discusión más exhaustiva y profunda de la entidad con el Encargado de la Unidad. Este análisis está basado en la aplicación de razones financieras, que proporcionan una visión general de la situación económico-financiera de la entidad.

El riesgo de cualquier decisión de inversión de fondos financieros basada en cualquier de los prospectos, es del inversionista. La Unidad, a través del Registro Público Bursátil sólo se responsabiliza de suministrarle los datos. Ni el Encargado de la Unidad, ni el Director de Análisis Financiero o cualquier otro técnico de la Superintendencia de Bancos, debe hacer alguna sugerencia al inversionista de si invertir o no, ni siquiera los Puestos de Bolsa deben hacer esto, a menos que el inversionista tenga sus recursos en un Fondo de Inversión u otro tipo de contrato.

Procedimiento de Registro de Emisiones de Valores de la Superintendencia de Bancos



Observaciones:

- Los prospectus deberán ser remitidos por la Bolsa de Valores de República Dominicana, inmediatamente sean depositados por los Puestos de Bolsa.
- En caso de que un proyecto tenga algún problema de forma o de fondo, la Superintendencia de Bancos y la BVRD deberán aunar esfuerzos para resolverlos.

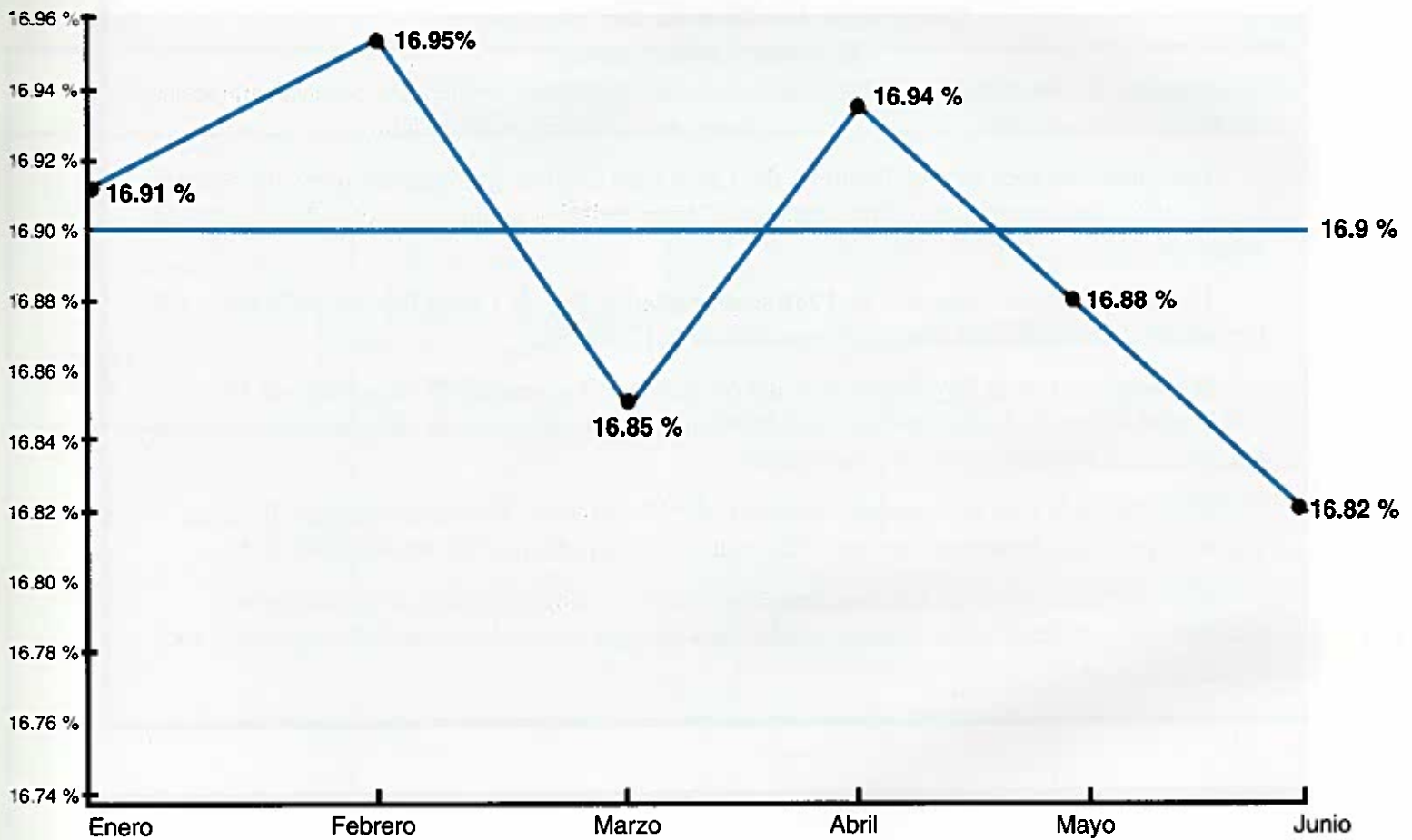
COMISION NACIONAL DE VALORES: El caso Costarricense

- Con la apertura de la Bolsa Nacional de Valores en 1976 se comienza a construir un mercado de valores organizado pero con estructura jurídica débil.
- Este mercado nace bajo el Título IV del Libro I del Código de Comercio que solo regulaba los requisitos de constitución y funcionamiento de las bolsas y algunos aspectos del registro de emisores.
- Luego de la crisis financiera de 1988 se promulgó la Ley de Oferta Pública de Valores y la Ley de Modernización del Sistema Financiero de la República.
- Promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores del 29 de octubre de 1990, con la cual se crea la Comisión Nacional de Valores como un órgano de desconcentración máxima adscrito al Banco Central de Costa Rica.
- Conforme a la Ley la Comisión Nacional de Valores debe, además de regular, fiscalizar y vigilar el mercado de valores, procurar su desarrollo y la participación de todos los sectores.
- Está integrada por una Directiva, una Gerencia y una Subgerencia y demás órganos o dependencias administrativas indispensables para cumplir los objetivos establecidos por la Ley.

COMISION NACIONAL DE VALORES: El caso Español

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores de España surge basada en el modelo de intervención y supervisión estatal del mercado.
- Con el Ordinal 5 del artículo 6 de la Ley 11/1977 del 4 de enero, se le confiere al gobierno la potestad de designar la totalidad de los miembros de dicha Comisión.
- Recibió fuertes críticas, especialmente de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, para quien la CNMV acumula las funciones naturales de las instituciones de tutela y las que corresponden a los órganos rectores de las Bolsas, los cuales quedan sin contenido como consecuencia del extraordinario poder conferido a esta Comisión.
- Su estructura está compuesta por dos órganos colegiados: Un Consejo y un Comité Consultivo.
- La principal fuente de ingreso de la Comisión han sido las tasas aplicadas a las pequeñas y medianas empresas las cuales fueron reducidas a la mitad por el Real Decreto-Ley 3/1993.
- Sus funciones incluyen la supervisión, protección de inversores, asesoría del gobierno, control, intervención y ejercicio de la potestad sancionadora, incluido en el artículo 13 de la Ley de Mercado de Valores.

Bolsa de Valores de la República Dominicana, Inc.
TASA BURSÁTIL PONDERADA
Enero-Junio 1997 (En %)



Bolsa de Valores de la República Dominicana, Inc.
VOLUMEN DE OPERACIONES
Enero-Junio 1996 Y 1997
(En RD\$)

Variación Absoluta RD\$ 835,032,537
Variación Porcentual 281%

297,105,794.12

1,132,188,331.12

Enero-Junio 96

Enero-Junio 97

Bolsa de Valores de la República Dominicana, Inc.
VOLUMEN DE OPERACIONES
 Enero-Junio 1996 Y 1997
 (En RD\$)

1,132,188,331.12

1991-1996 RD\$ 181,484,479.11 62%
 1997* RD\$ 1,132,188,331.12 38%
 1991-1997* RD\$ 3,013,672,810.23
 *hasta junio

844,429,448.86

522,752,786.66

236,404,861.00

168,634,403.79

104,257,291.80

5,005,667.00

1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997

Bolsa de Valores de la República Dominicana, Inc.
VOLUMEN NEGOCIADOS
 Enero - Junio 1997
 (En RD\$)

243,112,378.13

183,522,935.22

158,032,271.64

187,857,984.06

165,331,045.66

194,331,718.41

Enero Febrero Marzo Abril Mayo Junio