

El financiamiento de la Pequeña y Mediana Empresa a través del mercado de valores dominicano: reformas jurídicas para la eficiencia económica

Enmanuel Adolfo Moreta Fermín

Resumen: Este ensayo analiza la característica observada en el mercado de valores dominicano, en el que no se evidencian emisiones de oferta pública de valores por parte de empresas clasificadas como Pequeñas y Medianas (PYMES), y las políticas públicas de fomento no aprovechan vehículos especiales (instrumentos) del mercado de valores. Suponemos la existencia de factores restrictivos al financiamiento de este sector (PYMES) a través del mercado de valores, lo cual correlativamente significa una limitación de las opciones de inversión captadas en forma de ahorro público de los inversionistas. Nuestra hipótesis discurre que la causa del problema tiene origen en variables ligadas al marco jurídico societario y del mercado de valores, lo que consideramos factores de ineficiencia económica (desequilibrio) que se traduce en una distorsión que presenta un nicho perjudicial por discriminación (barrera legal) a agentes económicos PYMES e inversionistas en el mercado de valores, así como un enfoque de política pública que desaprovecha vehículos especiales del mercado de valores. Observamos que el mercado de valores presenta para las PYMES una alternativa financiera atractiva que incentivaría la competencia de los mercados financieros que se traduciría en mejores oferta que abarataría sus costos financieros a través de tasas de interés y plazos de amortización competitivos.

Palabras claves: Pequeña y Mediana Empresa (PYME), regulación de mercado de capitales en República Dominicana, competencia de mercados financieros, derecho corporativo y economía, gobierno corporativo, derecho administrativo.

I. Introducción

En la última década, la República Dominicana ha destacado un crecimiento y estabilidad macroeconómica (6.9%¹) que la privilegia en un lugar prominente en América Latina. Las causas de incidencia en este crecimiento se deben a la expansión del sector productivo nacional, específicamente la minería (22.3%), la construcción (12.2%), la agropecuaria (10.6%) y la intermediación financiera (10.5%)². En el proceso de generación de riqueza, las PYMES han apuntado una participación que justifican políticas públicas en su beneficio.

1Banco Central de la República Dominicana. (2016) *“Informe de la Economía Dominicana Enero-Septiembre 2016”*, p.5, diciembre, Santo Domingo: Subdirección de Impresos y Publicaciones del Banco Central de la República Dominicana. *Dato presentado del crecimiento interanual del PIB Real de la República Dominicana en el periodo enero-septiembre del año 2016.*
Disponible en: http://www.bancentral.gov.do/publicaciones_economicas/infeco/infeco2016-09.pdf

2 Ibid., p. 5

En términos de productividad nacional el sector PYME aporta en 27% al Producto Interno Bruto y generan el 57% de los empleos³, datos que evidencian la relevancia en el sector privado empresarial.

Con relación al impacto en la producción y el empleo, tenemos que el sector MIPYME aporta el 46.2% del empleo en la población económicamente activa y el 54.4% del total de empleo de la economía⁴. Si partimos de estos datos y tomamos la muestra de la Pequeña y Mediana Empresa (PYME)⁵, tenemos que representa un 2.3% del sector⁶, traducido en un aporte del 24% del empleo total que agrega este segmento productivo a la economía. En términos proporcionales, esto confirma que las PYMES disponen la mayor capacidad de generación de empleo en la economía, con un promedio de 28.5 puestos de trabajo por unidad productiva⁷.

Los resultados favorables en la política económica del país han ocurrido a la par con reformas en las bases institucionales económicas, políticas y sociales, lo que ha incidido en un entorno de negocios dinámico, caracterizado por tratados de libre comercio e inversión que han promovido transformaciones en áreas tales como: compras y contrataciones gubernamentales, gestión financiera del Estado, régimen jurídico de sociedades comerciales, y políticas públicas de incentivos para la micro, pequeña y mediana empresa (MIPYME).

El fomento y regulación del sector MIPYME en el programa de tareas gubernamentales responde a una atribución pública (estatal) cuyo deber de origen se circunscribe a un mandato jurídico-formal previsto en la Constitución de la República Dominicana, específicamente incorporado en 2010 tras la proclamación de la reforma constitucional de ese año. Al respecto, la Constitución establece que *“el Estado reconoce el aporte de las iniciativas económicas populares al desarrollo del país; fomenta las condiciones de integración del sector informal en la economía nacional; incentiva y protege el desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa, las cooperativas, las empresas familiares y otras formas de asociación comunitaria para el trabajo, la producción, el ahorro y el consumo, que generen condiciones que les permitan acceder a financiamiento, asistencia técnica y capacitación oportuna”*⁸. Este precepto constitucional acuerda una tutela constitucional

3 Asociación de Industrias de la República Dominicana (AIRD). (2016) *“Desarrollo de PYME”*, Portal Web Institucional. Disponible en: <http://www.portalindustrial.net/index.php/desarrollo-empresarial/desarrollo-de-pyme>

4 Ortiz, Marina, Miguel Cabal y Rita Mena (2014). *“Micro, Pequeña y Mediana Empresa en la República Dominicana 2013”*, p. 18, Fondo para el Financiamiento de la Microempresa, Inc. (FONDOMICRO), Santo Domingo: Amigo del Hogar. Disponible en: http://www.fondomicro.org/serve/listfile_download.aspx?id=883&num=1

5 Este dato excluye al sector microempresarial en la República Dominicana, el cual es el más amplio y plural de la red productiva nacional. Por razones de la limitación de la cuestión planteada para nuestro ensayo, hemos optado por obviar de nuestro análisis el sector microempresarial. La justificación se debe a que su estudio amerita una observación diferenciada del sector de la Pequeña y Mediana Empresa (PYME), particularmente respecto a acceso al mercado de valores para financiamiento.

6 El 97.7% del sector MIPYME está compuesto por microempresas.

7 Ortiz, Marina, Miguel Cabal y Rita Mena (2014), Op. Cit, p. 19

8 Art. 222, Constitución la República Dominicana, votada y proclamada por la Asamblea Nacional en fecha trece (13) de junio de 2015, Gaceta Oficial No. 10805 de fecha 10 de julio de 2015

diferenciada para el sector MIPYME, lo que en efecto es coherente con el interés público de promover iniciativas económicas alternativas. De este modo se asegura una amplitud en las garantías del ejercicio de las libertades económicas ciudadanas que denota una característica de democracia económica.

El análisis histórico del progreso económico ha demostrado que las MIPYMES representan un segmento del sector productivo clave para el desarrollo de cualquier economía emergente. Por tales motivos, la República Dominicana se ha propuesto un objetivo especializado en el marco del tercer eje estratégico de la agenda de la Estrategia Nacional de Desarrollo hacia el año 2030, el cual plantea como objetivo específico: *“elevar la eficiencia, capacidad de inversión y productividad de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYME)”*, asignando entre sus líneas de acción, la siguiente: *“Desarrollar mecanismos sostenibles que permitan el acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYME) a servicios financieros que tomen en cuenta sus características, incluyendo la perspectiva de género”*⁹.

El Informe de la Economía Dominicana del Banco Central de la República Dominicana correspondiente al periodo enero-septiembre de 2016 establece que el crédito a las microempresas incrementó 8.3%¹⁰. No obstante, y haciendo una análisis ponderado de los costos de oportunidad en el segmento PYME asociados a la formalidad jurídica y su sostenibilidad (constitución jurídica, impuestos, seguridad social, obligaciones laborales, etc.), consideramos necesario fortalecer los mecanismos y opciones crediticias para que las PYMES puedan optar por financiamientos en condiciones más competitivas.

Con la finalidad de satisfacer el objeto de este trabajo, nos detendremos en descubrir necesidades regulatorias del sector PYME de la República Dominicana y su análisis integral a partir del mercado de valores dominicano, lo que permitirá una visión de los factores jurídicos que hacen ineficiente en términos económicos la relación de las PYMES con los mercados financieros. El alcance de nuestro planteamiento excluye adrede el sector micro empresarial, puesto que es un segmento de características heterogénea que demandaría mayor expansión en el análisis debido a la multiplicidad de variables distintas a las PYMES.

1.1.-Planteamiento de la cuestión

La cuestión planteada se describe por la característica observada en el mercado de valores dominicano, en el cual no se evidencian emisiones de oferta pública de valores por parte de empresas clasificadas como Pequeñas y Medianas (PYMES) y las políticas públicas de fomento desaprovechan vehículos especiales (instrumentos) del mercado de valores. Suponemos la existencia de variables restrictivas al financiamiento de este sector (PYMES) a través del mercado de valores, en el cual se limitan las opciones de inversión captada en forma de ahorro público de los inversionistas.

9 Art. 25, Objetivo específico 3.4.3., línea de acción 3.4.3.1, Ley No.1-12 que crea la Estrategia Nacional de Desarrollo para la República Dominicana

10 Banco Central de la República Dominicana. (2016), Op. Cit., p.5

Nuestra hipótesis discurre que la causa del problema tiene origen en variables ligadas al marco jurídico societario y del mercado de valores. Planteado esto desde la óptica de la eficiencia económica (equilibrio), estose traduce en una distorsión que presenta un nicho perjudicial por discriminación (barrera legal) a los agentes económicos PYMES e inversionistas en el mercado de valores, así como un enfoque de política pública que desaprovecha vehículos especiales del mercado de valores.

Al respecto, consideramos que el mercado de valores presenta para las PYMES una alternativa financiera atractiva que incentivaría la competencia de los mercados financieros que se traduciría en mejores oferta que abarataría sus costos financieros a través de tasas de interés y plazos de amortización competitivos. Aparte de que contribuiría a financiar su actividad empresarial, crearía nuevos instrumentos de inversión que en reciprocidad beneficiarían correlativamente al sector PYME y a los inversionistas, ya que las PYMES aprovecharían opciones diversificadas y competitivas de financiamiento (tasas fijas, redención de capital a mayor plazo, vehículos especiales de políticas públicas), y los inversionistas se valdrían de la diversificación de las opciones de inversión (nuevos emisores e instrumentos) para la expansión de sus portafolios.

II. La Pequeña y Mediana Empresa (PYME) en la República Dominicana: marco jurídico relevante, y políticas públicas de crédito y financiamiento

2.1. Ley que establece un Régimen Regulatorio para el Desarrollo y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES)

La Pequeña y Mediana Empresa (PYME) se regulaa través de la Ley No. 488-08 que establece un Régimen Regulatorio para el Desarrollo y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES). Esta legislación crea el Consejo Nacional de la Promoción y Apoyo a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (PROMIPYME), el cual funciona como un organismo con carácter descentralizado encargado de la rectoría de las políticas públicas para las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas. En términos de la organización administrativa, su tutela es competencia del Ministerio de Industria y Comercio¹¹.

Dicha ley clasifica las distintas categorías de las unidades económicas que se correspondan como MIPYMES. Para ello, procedió a utilizar los parámetros siguientes¹²:

Categoría	Activo	Ingresos brutos	Empleados
Microempresa	Hasta DOP 3,000,000.00 ¹³	Hasta DOP 6,000,000.00 ¹⁴	1-15
Pequeña Empresa	DOP 3,000,000.01-DOP12,000,000.00 ¹⁵	DOP 6,000,000.01-DOP 40,000,000.00 ¹⁶	16-60

11 Ver art. 3, Ley No. 488-08 que establece un Régimen Regulatorio para el Desarrollo y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES).

12 Ver art.2, Ley No. 488-08

13 Equivalente a USD 64,143.68. *Nota: La prima cambiaria de DOP a USD equivale a 46.77, tasa que se corresponde al promedio fijado por el Banco Central de la República Dominicana correspondiente al periodo 2-27 de enero de 2017.*

14 Equivalente a USD 128,287

Mediana Empresa	DOP12,000,000.01-DOP40,000,000.00 ¹⁷	DOP 40,000,000.01-DOP 150,000,000.00 ¹⁸	61-200
-----------------	---	--	--------

La finalidad de instituir por la vía legal políticas públicas de crédito y financiamiento para las PYMES resulta evidente desde el preámbulo que fundamenta la necesidad de la ley, específicamente en las consideraciones quinta y sexta, en las cuales el legislador estatuye que a *“las MIPYMES les urge tener acceso oportuno a servicios financieros y no financieros de calidad y en la cantidad requerida, a fin de potencializar su capacidad de expansión, desarrollo y generación de riquezas y empleos productivos”*, así como en la afirmación de que *“los mercados de servicios financieros y no financieros de carácter privado del país pueden dinamizarse en mayor medida, adoptando políticas claras que resulten favorables al desarrollo sostenido y a los propósitos de las MIPYMES”*¹⁹

A los fines de llevar a cabo esta política de fomento, se crea el Fondo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOMIPYMES)²⁰ para la promoción del financiamiento a las MIPYMES. La fuente de los recursos financieros para dicho fondo provendría del Gobierno Central, donaciones, préstamos o por la renta de los servicios financieros y no financieros que ofrezca. La ley determina una asignación mínima del 0.04% de las recaudaciones fiscales anuales, la cual se haría a través de la partida presupuestaria anual correspondiente al Ministerio de Industria y Comercio²¹, sin perjuicio de la reserva presupuestaria del 50% del presupuesto que se consigne para PROMIPYME destinado para este Fondo.

Además de FOMIPYME, y con el propósito de ofrecer garantías financieras a empresas que no dispongan de ellas ante una solicitud de crédito, la Ley crea un Fondo de Garantía Crediticia, cuyos recursos provienen de una reserva legal de 30% de la asignación presupuestaria de PROMIPYME²². La finalidad de dicho Fondo de Garantía es que las MIPYMES puedan acceder a servicios financieros cuando estas demuestren deficiencias en la obtención y utilización de instrumentos de garantía, frente a otras entidades financieras del mercado nacional. La provisión de estos instrumentos de garantía está supeditada a la rentabilidad de la propuesta a financiar por la MIPYME solicitante.

¹⁵ Equivalente a USD 64,143-USD 256,574

¹⁶ Equivalente a USD 128,287-USD 855,249

¹⁷ Equivalente a USD 256,574-USD 855,249

¹⁸ Equivalente a USD 855,249-USD 3,207,184

¹⁹ Ver preámbulo de la Ley No. 488-08

²⁰ Ver art.13, Ley No. 488-08

²¹ Art. 14, párrafo I, Ley No. 488-08

²² Art. 8 párrafo IV; Art. 14, párrafo II, literal c, Ley No. 488-08

Asimismo, la ley dispone que el Fondo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOMIPYMES) pueda constituirse como promotor de un Sistema de Garantías Recíprocas y Fondos de Garantías²³. Actualmente, la República Dominicana trabaja con el anteproyecto de Ley de Sociedades de Garantías Recíprocas. Este anteproyecto es revisado de forma coordinada entre las autoridades de regulación financiera del país y pretende incorporar las entidades que presten servicios financieros de garantías recíprocas, a través del cual se obtendría una incidencia especial en las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES) a través de la concesión de avales (garantías) para el acceso al crédito de este sector.

2.2. Banca Solidaria

El gobierno de la República Dominicana creó a finales del año 2012 el Programa Especial de Banca Solidaria, el cual se trata de un programa de financiamiento especializado en microcrédito a MIPYMES, especialmente a microempresas con vocación de expansión y rentabilidad, el cual incluye acompañamiento y educación financiera. La responsabilidad de este programa ha sido encargada al Consejo Nacional de la Promoción y Apoyo a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (PROMIPYME), órgano rector de la política pública y regulación de este sector.

Conforme a datos oficiales ofrecidos por PROMIPYME sobre el programa Banca Solidaria, en el periodo 2013-2015 el programa colocó DOP 10.1 mil millones (USD215, 950,396) destinados a micro y pequeños empresarios, de lo cual resultó la tasa de recobro en un 99%, con morosidad de apenas 1% y riesgo de recuperación de un 2%²⁴. Estos datos oficiales muestran un retorno económico atractivo en las inversiones en el crédito al sector MIPYME de la República Dominicana.

2.3.-Ley de Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada: PYMES y mercado de valores

La Ley de Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada es el marco jurídico que regula la personalidad jurídica moral con fines de lucro en la República Dominicana. En sus normas se preceptúan las reglas que ordenan aspectos como el gobierno societario, la limitación de la responsabilidad de las personas capitalistas, requisitos de operación, funcionamiento orgánico, fusión, escisión y liquidación de las distintas sociedades, así como los regímenes diferenciados de regulación, tal y como es el caso típico con las sociedades comerciales de suscripción pública (emisoras en el mercado de valores).

El sector PYMES y su relación con el marco jurídico societario y el mercado de valores resultan de interés para el análisis de los costos que actualmente

23 Art. 13, párrafo IV, Ley 488-08

24 Consejo Nacional para la Promoción y Apoyo a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (PROMIPYME) (2017). "Principales Resultados de Banca Solidaria 2013-2015", portal web de Programa Banca Solidaria. Disponible en: <http://bancasolidaria.gob.do/nosotros/principales-resultados>

implica la regulación mercantil para que empresas puedan participar como emisoras en dicho mercado.

Nuestro examen al fenómeno abarca la verificación del entorno jurídico con la finalidad de evaluar las condiciones que existen para que las PYMES puedan acceder a financiamiento a través del mercado de valores. Sobre ese particular, hemos confirmado que la Ley de Sociedades Comerciales sólo admite la oportunidad de financiamiento en el mercado de capitales para el tipo societario denominado “sociedades anónimas” (S.A.), puesto que esta clasificación societaria es la única autorizada por dicha ley a operar en la modalidad de suscripción pública²⁵. Las sociedades comerciales de suscripción pública son aquellas que recurren al ahorro público directo para financiarse. Su financiamiento ocurre a través de emisión de valores de capital (acciones) o valores de deuda (bonos/deuda a largo plazo; papeles comerciales/deuda a corto plazo), y su tutela regulatoria es ejercida por la Superintendencia de Valores en el proceso de constitución legal si su intención es operar bajo esta modalidad desde su inicio, o si bien optan, posterior a su constitución legal, por participar como emisoras en dicho mercado. Deben cumplir requisitos regulatorios reglados en la Ley de Sociedades Comerciales, de Mercado de Valores, su Reglamento de Aplicación y Normas afines. Algunos de los cumplimientos legales consisten en: remisiones periódicas de información al agente regulador para fines de inscripción al mercado, cumplimientos de reglas de gobierno corporativo y su deber periódico de información. Estos deberes suponen obligaciones de transparencia corporativa que inciden paralelamente en otros aspectos externos a la empresa, tales como sus relaciones con las autoridades tributarias y deberes en la prevención del lavado de activos.

Las PYMES se caracterizan por pequeños y medianos capitales en expansión, por lo que las exigencias legales de constitución legal o transformación societaria a una sociedad anónima son poco atractivas como instrumento legal corporativo idóneo para este segmento. Para justificar este supuesto debemos tomar en cuenta que para su constitución legal/transformación societaria el marco jurídico exige un capital autorizado mínimo de DOP 30,000,000.00 (USD 642,398.00)²⁶, el cual tiene un costo fiscal de un 1% del valor del capital de constitución o la diferencia del capital aumentado²⁷ si se transformara a este tipo de sociedad comercial. Además que implica costos en una estructuración de organización administrativa que no le sería útil ni funcional a sus necesidades, ya que las sociedades anónimas se caracterizan por disponer un régimen de organización administrativa complejo (Consejo de Administración, Comisario de Cuentas, requisitos reforzados) que exigen cumplimientos legales igualmente intrincados que se traducen en costos operativos que las normas prudenciales de administración empresarial aconsejarían rotundamente prescindir para una PYME, independientemente de los beneficios colaterales a los que puedan acceder. Esto configura un desincentivo a las PYMES para adoptar la modalidad de sociedad comercial de

25 Ver art. 167, Ley No. 479-08 sobre Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada.

26 Ver art. 160, Ley 479-08 de Sociedades Comerciales

27 Ver art. 9, Código de Comercio de la República Dominicana, mod. por la Ley No. 173-07, de fecha 12 de junio de 2007

suscripción pública, puesto que la opción legal no sería rentable, lo que confirma el vehículo corporativo de las sociedades anónimas como una exclusividad para empresas que demandan una organización administrativa más sofisticada, característica que se corresponde a inversiones de gran capital.

La legislación de sociedades comerciales ofrece opciones de constitución legal flexibles, las cuales resultan atractivas para las PYMES, puesto que la simplicidad en costos y funcionalidad de estos tipos societarios se adapta al tamaño de la inversión según sus necesidades, en adición al beneficio que otorgan de la limitación de la responsabilidad de las personas (físicas o morales) capitalistas. Estas alternativas se hallan en tipos de sociedades comerciales como las Sociedades de Responsabilidad Limitada (S.R.L.)²⁸ y las Sociedades Anónimas Simplificadas²⁹, que permiten la simplificación de sus órganos de gobierno y en su capital, ya que el ordenamiento admite su actividad con un mínimo de DOP 100,000.00 (USD 2,141) para las sociedades de Responsabilidad Limitada (S.R.L.); y DOP 300,000 (USD 6,424) de capital suscrito y pagado con capital autorizado de DOP 3,000,000.00 (USD 64, 240) para las Sociedades Anónimas Simplificada.

Este análisis ha evidenciado una limitación legal en el marco jurídico societario que demanda atención coordinada para una reforma en la legislación del mercado de valores. Cualquier cambio que se pretenda en la legislación con incidencia en el sector PYME debe acompañarse con una revisión técnica jurídica y económica de las necesidades de ajuste en la Ley de Sociedades Comerciales.

3. La Pequeña y Mediana Empresa y el mercado de valores de la República Dominicana: reformas e instrumentos jurídicos para la eficiencia

El financiamiento a través del mercado de valores vislumbra una meta para América Latina que significaría un tránsito importante en el desarrollo de sus economías. Esto se traduce en un dinamismo de mercado con especial relevancia para el sector privado que repercutiría como factores positivos en la inversión, la fiscalidad, la expansión empresarial, la liquidez de los mercados financieros y la incorporación de mejores prácticas de gobernanza corporativa.

²⁸ Ver arts. 89-139, Ley No. 479-08 sobre Sociedades Comerciales. Las sociedades de responsabilidad limitada (S.R.L.) son aquellas sociedades formada por un mínimo de dos (2) y un máximo de cincuenta (50) socios que responden por deudas sociales y las pérdidas en razón a sus aportes de capital. La denominación social es libre, seguida de las palabras "Sociedad de Responsabilidad Limitada" o de las iniciales "S.R.L.". Su capital está dividido en dividirá en partes iguales e indivisibles denominadas cuotas sociales, las cuales no podrán ser representadas por títulos negociables. El monto mínimo de su capital social es de DOP 100, 000.00 y sus cuotas sociales tendrán un valor nominal no menor a RD\$100.00. La designación de comisarios de cuentas es facultativa en este tipo de sociedades comerciales.

²⁹Ver arts. 369-1 a 369-10, Ley No. 479-08 sobre Sociedades Comerciales. Las sociedades anónimas simplificadas (S.A.S.) son aquellas sociedades en la que los socios solamente son responsables hasta el monto de sus aportes respectivos; emiten títulos representativos de capital llamado acciones. Requieren un mínimo de 2 accionistas, su capital autorizado mínimo de DOP 3, 000,000.00 y exige al momento de su constitución la suscripción y pago de por lo menos el 10% de dicho capital autorizado (mínimo DOP 300,000). La restricción a la negociabilidad de las acciones puede establecer por vía estatutaria. Su estructura orgánica la pueden determinar libremente los estatutos. No es indispensable la procura de un comisario de cuentas salvo en los supuestos de emisión de títulos de deudas privadas o por convención estatutaria, lo cual debe ser una función conferida a la Asamblea General Ordinaria.

La República Dominicana ha evidenciado en la última década un auge de la migración de inversiones a este mercado (de valores). Conforme a datos de CEVALDOM, Depósito Centralizado de Valores de la República Dominicana: al mes de diciembre de 2016, el volumen de valores en custodia estandarizados (desmaterializados) y no estandarizados ascendía a DOP 757, 826, 021,564 (USD 16, 203, 250,408)³⁰. Si comparamos este dato con el monto ascendente a DOP 711,399.37 millones (USD 15, 210, 591,619) correspondiente al Presupuesto General del Estado³¹ de la República Dominicana aprobado para el año 2017, se colige que actualmente el mercado de valores dominicano dispone aproximadamente una liquidez en más de un 6.13% el Presupuesto General del Estado dominicano, lo que significa una oportunidad financiera con vocación de expansión, a la cual debe apostarse para un impacto eficiente en el marco del sector productivo nacional.

El total de valores en custodia estandarizados (desmaterializados)³² asciende a DOP 703, 023,254,270 (USD 15,031,499,984) y se corresponden a valores emitidos por la Administración Pública Central (Ministerio de Hacienda), entidades públicas financieras, sector público no financiero e instituciones públicas autónomas y descentralizadas, lo que representa un porcentaje aproximado de un 92% de los valores del mercado. Mientras que emisiones representadas por el sector privado (Administradoras de Fondos Mutuos y de Inversión, Asociaciones de Ahorros y Préstamos, Bancos de Ahorro y Créditos y Fomento, Bancos Múltiples, Empresas Privadas, Puestos de Bolsa, Sector Financiero) ascienden a DOP 61,376,642, 219 (USD 1,312,307,937), lo que representa aproximadamente un 8% de los valores en el mercado.

El análisis de los datos antes referidos muestra que la liquidez del mercado de valores está siendo aprovechada por el sector público para financiar los gastos fiscales. Esto expone variables de ineficiencia del mercado con relación al sector privado, considerando que el impacto del gasto fiscal es mínimo en la empresa privada dominicana debido a la falta de calidad en el gasto, que resulta en que el sector privado tenga que soportar costos extraordinarios a sus costos fiscales para satisfacer necesidades como educación, salud, seguridad personal (seguridad pública) y electricidad, ya que los niveles de satisfacción de la prestación pública carecen de optimización adecuada que evidencien rentabilidad para el sector privado. Esto sin tomar en cuenta costos colaterales asociados a la formalidad legal empresarial (constitución legal, obligaciones laborales, seguridad social, etc.). En definitiva son costos de oportunidad en el negocio de escaso retorno directo e indirecto para el sector. Así pues, y partiendo de la premisa que las PYMES evidencian una notoria incidencia en el sector productivo nacional, debemos estimar que el actual panorama presentado por el mercado de valores y la estructura fiscal-legal

30 CEVALDOM, Depósito Centralizado de Valores (2016), "Volumen de Valores Estandarizados y No Estandarizados en custodia al 31 de diciembre de 2016", Información Estadística Operativa Disponible en: https://www.cevaldom.com/app/estadisticas_detalle.aspx?id=2

31 Ver Ley 690-16, Presupuesto General del Estado para el año 2017

32 Depósito Centralizado de Valores, S.A. (CEVALDOM) (2016), "Volumen de Valores Estandarizados en custodia al 31 de diciembre de 2016 por Sector Económico", Información Estadística Operativa Disponible en: https://www.cevaldom.com/app/estadisticas_detalle.aspx?id=4

dominicana desaprovecha su vocación de expansión. Ello significa procurar un cambio en la visión estratégica legal y económica que permita aprovechar su potencial a través de las distintas herramientas de política pública directa e indirecta, tal y como sería la promoción de reformas al ordenamiento jurídico regulador del mercado de valores y las sociedades comerciales.

3.1.- Reforma a la legislación del mercado de valores

El mercado de valores dominicano es regulado por una ley del año 2000, la cual fue concebida como una legislación marco que otorgaba un alcance amplio de potestades de regulación para ser llevadas a cabo por la Superintendencia de Valores y el Consejo Nacional de Valores apostando a una estructura orgánica descentralizada del Estado, encargada de la tutela especializada y la regulación del mercado de valores. La vertiginosidad que proyecta el crecimiento de este mercado, así como las necesidades que han surgido con el ambiente favorable del sector productivo nacional, requieren en la actualidad una reforma que ajuste los instrumentos jurídicos-financieros a la eficiencia, de modo que sirvan de canal adecuado de la liquidez que disponen determinados sectores de la economía.

Las variables que caracterizan el sector PYME en la economía dominicana hacen que sea necesario que estos agentes económicos dispongan de incentivos reales que propongan el mercado de valores como una alternativa de financiamiento rentable. El objetivo debe delimitarse en que las PYMES adquieran ventajas competitivas necesarias frente a otros segmentos de la economía, y que paralelamente esto signifique consecuencias de valor agregado por la competencia entre los mercados financieros. No obstante, y de acuerdo declara el Ing. Juan Ernesto Jiménez Olivier, Intendente de Valores de la República Dominicana³³, el impacto de costos en el actual esquema legal del mercado de valores significa que una emisión de valores es rentable si por lo menos asciende a DOP 60 millones (USD 1,282,874). La importancia de este dato radica en que dicho valor excede en DOP 20 millones de pesos el valor máximo legal que se imputa a los activos totales para calificar como mediana empresa³⁴, lo que representa para una PYME un apalancamiento financiero en más de un 50% por encima del total de sus activos, situación que presenta un riesgo que las normas prudenciales no aconsejaría a la empresa ni al mercado de valores asumir, lo que confirma otro factor que desincentiva a las PYMES acudir a financiarse en el mercado de valores.

3.1.1.- Anteproyecto de modificación a la Ley de Mercado de Valores

En fecha 17 de diciembre de 2015, la Junta Monetaria de la República Dominicana, adoptó mediante la Segunda Resolución aprobar el Anteproyecto de modificación a la Ley de Mercado de Valores, el cual fue remitido al Poder Ejecutivo a los fines de proponer dicha reforma ante el Congreso Nacional, en cumplimiento del artículo 232 de la Constitución de la República.

33 Jiménez, Juan Ernesto (2016). "Para las PYMES habrá trato especial" (entrevista), *Revista MarketBrief*, No. 25, Sección Macro Dominicana, diciembre, Mercado Media Network, p.15.

34 Ver art. 2, Ley 488-08

En el preámbulo del Anteproyecto, específicamente en sus consideraciones, se declara la intención que las PYMES participen en el mercado de valores. Es por ello que en el artículo 46 habilita que tipos societarios como sociedades de responsabilidad limitada (S.R.L.) y sociedades anónimas simplificadas (S.A.S.) puedan emitir oferta pública de valores de renta fija³⁵ (bonos, papeles comerciales, etc.). El párrafo de ese mismo artículo establece tarifas diferenciadas para los emisores según las características de los destinatarios, montos y números de los valores ofertados, lo cual es una oportunidad para que el organismo regulador disponga ejerza facultades reglamentarias especializadas para las PYMES contenidas en normas distintas de los demás emisores o tipo de emisión.

En cuanto a dicho requisitos, el Anteproyecto habilitaría a la Superintendencia de Mercado de Valores para reglamentar requisitos diferenciados de autorización a emisores de oferta pública de valores³⁶, lo cual resulta significativo en vista del interés en la conservación de un marco jurídico con potestades flexibles para el regulador. La idea es que la ley regule aspectos mínimos y sustanciales considerados objeto de reserva legal por la técnica regulatoria. Se colige que la intención en estas facultades a la Superintendencia de Valores responde al objetivo de que empresas con características diferenciadas de otras empresas que tradicionalmente ha participado en el mercado de valores, puedan emitir valores de oferta pública. Sin embargo, es necesario evaluar los riesgos legales en realizar esto sin tomar en cuenta reformas a la Ley de Sociedades Comerciales. Esto lo afirmamos en vista de que existen ciertos requisitos y características atribuidas para sociedades comerciales emisoras de oferta pública de valores (sociedades anónimas de suscripción pública) que la Ley de Sociedades Comerciales contempló expresamente. La pertinencia técnica aconseja evaluar esto en prevención de conflictos de constitucionalidad en cuanto a los requisitos y obligaciones que tendrían reserva de ley de acuerdo al derecho constitucional y administrativo. Esto cubriría el riesgo de que las sociedades anónimas aleguen discriminación y ventajas competitivas en el deber de cumplir requisitos y obligaciones de ley, tomando en cuenta que las sociedades de responsabilidad limitada (S.R.L.) y sociedades anónimas simplificadas (S.A.S.) gozarían del “privilegio” de autorización de operaciones en la modalidad de suscripción pública por criterios reglados por la Superintendencia y no por la ley. Presentamos estos como contingencia a ser evaluada en el proceso de reforma.

Un aspecto importante desde el punto de vista de análisis económico de la norma es que la ley se limita a preceptuar requisitos mínimo esenciales para la solicitud de autorización de oferta pública de valores, y consecuencia habilita a la vía reglamentaria para ampliar los mismos a discrecionalidad regulatoria según el caso que corresponda en el tratamiento diferenciado, lo cual permite que las demandas del mercado se correspondan a un marco regulador flexible. Estos requisitos mínimos legales (por ley) serían

³⁵ Ver artículo 46 del Anteproyecto de modificación a la Ley No 19.00 de Mercado de Valores, de fecha 8 de mayo del año 2000

³⁶ Ver artículo 50 del Anteproyecto de Ley de Mercado de Valores

documentación societaria del emisor, su información financiera y el prospecto de emisión³⁷.

Una aspecto que también ameritaría revisión coordinada con la Ley de Sociedades Comerciales es que el artículo 214 del Anteproyecto de reforma a la Ley de Mercado de Valores establece que los emisores de renta fija (*v.gr.* S.R.L. y S.A.S. según art. 46) se encuentran obligados por las reglas de gobierno corporativo, sin embargo el artículo 216 exige obligaciones para el “Consejo de Administración”, el cual un órgano de las sociedades anónimas y anónimas simplificadas (opcional), por lo que significaría a un conflicto de interpretación respecto a la estructura de organización administrativa que caracterizalas sociedades de responsabilidad limitada (S.R.L.), la cuales no tienen el órgano Consejo de Administración en su estructura de gobierno.

3.2.-Vehículos especiales en el mercado de valores: fideicomiso de oferta pública y titulización.

La promulgación de la Ley No. 189-11 para el Desarrollo del Mercado Hipotecario y el Fideicomiso, fue el instrumento jurídico que creó en la República Dominicana la figura del fideicomiso, que consiste en un patrimonio autónomo separado de una personalidad jurídica (fideicomitente) que es gestionado por un fiduciario a los fines de cumplir el mandamiento del pacto de constitución en cuanto al destino de sus activos. La incorporación en el ordenamiento ha suscitado un entorno favorable para el desarrollo de herramientas financieras como el fideicomiso de oferta pública de valores (valores de oferta pública emitidos con respaldo en patrimonio autónomo) y la titulización (valores de oferta pública emitidos con respaldo en patrimonio separado), los cuales resultan de gran utilidad en la optimización de la gestión de activos.

Estas herramientas jurídico-financieras resultan ser el vehículo especial idóneo para emprender estrategias alternas de financiamiento de las PYMES a través de activos propios que generen flujos de efectivo, o bien a través de la separación de carteras de fondos públicos destinados a su fomento. La idea consiste en ceder activos aun patrimonio separado (titulización) u autónomo (fideicomiso de oferta pública de valores) y emitir valores con respaldo a éste, de modo que el riesgo y su calificación estén separados de la personalidad jurídica beneficiaria, lo cual ofrece mayor seguridad en cuanto a la certeza de la solvencia del vehículo especial y sus garantías. Esto permitiría que la PYME obtenga financiamiento a través del vehículo especial (fideicomiso de oferta pública o titulización) a cambio del sacrificio de un activo que genere un flujo de efectivo a mediano o largo plazo.

Asimismo, estas herramientas sirven para la descarga financiera del presupuesto público destinado a políticas públicas de fomento a las PYMES. Esto se haría posible a través de la titulización o colocación en un fideicomiso de oferta pública las carteras financieras otorgadas a PYMES a través de programas especiales (*V. gr.* Banca Solidaria). Estos valores estarían respaldados por el flujo de efectivo a mediano y largo plazo de los pagos que

³⁷ Ver párrafo del art 50 del Anteproyecto de Ley de Mercado de Valores

provengan de financiamientos a las PYMES, lo que a su vez es una medida que optimiza el flujo de efectivo del presupuesto público de esta política pública, ya que el Estado recuperaría liquidez en un corto plazo para otorgar nuevos financiamientos al sector, y consecuentemente eficientiza los logros propuestos en los distintos programas. El grado de inversión de estos valores puede reforzarse haciendo uso de las reservas legales de los fondos de garantía instituido por la Ley No. 488-08 como activos de deuda colateral garantizada (CDO/ABS) de los valores emitidos, lo cual haría más atractivo al inversionista apostar por un riesgo mitigado por garantías con liquidez.

4.-Conclusión

Nuestras recomendaciones para la reforma del mercado de valores dominicano con vista a una participación económicamente eficiente de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) son las siguientes: (a) Modificar la Ley de Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada para permitir que las sociedades de responsabilidad limitada (S.R.L.) y las sociedades anónimas simplificadas (S.A.S.) puedan emitir valores de oferta pública en el mercado. Deben considerarse cuales elementos serán reglados bajo criterio de reserva de ley y cuáles pueden ser delegados a la facultad reglamentaria de la Superintendencia de Valores; (b) Reformar la Ley de Mercado de Valores para delegar en la Superintendencia de Valores la potestad reglamentaria diferenciada y especial de acuerdo a las características del emisor, la oferta de valores y los destinatarios, de modo que esta disponga un marco jurídico flexible de facultades normativas para el sector de la Pequeña y Mediana Empresa (PYME), asegurando que el régimen marco goce de herramientas efectivas y eficientes que faciliten ajustar el ordenamiento con la prontitud que demandan las reglas del mercado en el tiempo; (c) Que la Superintendencia de Valores dicte una norma especial para las emisiones de oferta pública de valores y emisores que se corresponda con las características de Pequeña y Mediana Empresa (PYME), de modo que puedan disponer de una norma que le permita ofertar valores en condiciones competitivas del mercado según sus características (capital, solvencia, sector económico, patrimonio neto, etc.) en base a criterios objetivos eficientes del análisis económico legal; (d) Determinar el perfil y tipo de inversionista que se corresponda para cada tipo de PYMES según las características definidas en su norma especializada, de modo que se regule la participación de los inversionistas según los requerimientos regulatorios del grado de inversión que le concierna; (e) Procurar un equilibrio basado en análisis económico legal de las reglas de gobierno y transparencia corporativa, de modo que conserve la armonía entre los hechos relevantes necesarios para la regulación (información relevante periódica) y la flexibilidad necesaria que reduzca costos de burocracia regulatoria para las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), valor que se traduzcan en un incentivo para el acceso al mercado de valores; (f) Que el Consejo Nacional de Promoción y Apoyo a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (PROMIPYME) disponga el uso de herramientas jurídico-financieras como el fideicomiso de oferta pública y la titulización de carteras financieras calificadas del Programa Especial Banca Solidaria agregándole valor por grado de inversión en ofrecer las reservas del Fondo de Garantía como activos de respaldo a las emisiones de valores (CDO/ABS). Para esto,

exhortamos la coordinación administrativa entre PROMIPYME y la Superintendencia de Valores de la República Dominicana.

Referencias

-Ortiz, Marina, Miguel Cabal y Rita Mena (2014). “*Micro, Pequeña y Mediana Empresa en la República Dominicana 2013*”, Fondo para el Financiamiento de la Microempresa, Inc. (FONDOMICRO), Santo Domingo: Amigo del Hogar.

Disponible en: http://www.fondomicro.org/serve/listfile_download.aspx?id=883&num=1

-Asociación de Industrias de la República Dominicana (AIRD). (2016) “*Desarrollo de PYME*”, Portal Web Institucional.

Disponible en: <http://www.portalindustrial.net/index.php/desarrollo-empresarial/desarrollo-de-pyme>

-Banco Central de la República Dominicana. (2016) “*Informe de la Economía Dominicana Enero-Septiembre 2016*”, diciembre, Santo Domingo: Subdirección de Impresos y Publicaciones del Banco Central de la República Dominicana.

Disponible en: http://www.bancentral.gov.do/publicaciones_economicas/infeco/infeco2016-09.pdf

-Consejo Nacional para la Promoción y Apoyo a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (PROMIPYME) (2017). “*Principales Resultados de Banca Solidaria 2013-2015*”, portal web de Programa Banca Solidaria.

Disponible en: <http://bancasolidaria.gob.do/nosotros/principales-resultados>

-Depósito Centralizado de Valores, S.A. (CEVALDOM) (2016), “*Volumen de Valores Estandarizados en custodia al 31 de diciembre de 2016 por Sector Económico*”, Información Estadística Operativa

Disponible en: https://www.cevaldom.com/app/estadisticas_detalle.aspx?id=4

-Depósito Centralizado de Valores, S.A. (CEVALDOM) (2016), “*Volumen de Valores Estandarizados y No Estandarizados en custodia al 31 de diciembre de 2016*”, Información Estadística Operativa.

Disponible en: https://www.cevaldom.com/app/estadisticas_detalle.aspx?id=2

-Marina Oritiz, Miguel Cabal y Rita Mena (2014). “*Micro, Pequeña y Mediana Empresa en la República Dominicana 2013*”, Fondo para el Financiamiento de la Microempresa, Inc. (FONDOMICRO), Santo Domingo: Amigo del Hogar.

Disponible en: http://www.fondomicro.org/serve/listfile_download.aspx?id=883&num=1

-*Revista MarketBrief*, No. 25, Sección Macro Dominicana, Para las PYMES habrá trato especial” (entrevista a Ing. Juan Ernesto Olivier), diciembre 2016, Mercado Media Network

Normas consultadas

-Banco Central de la República Dominicana. *Segunda Resolución de Junta Monetaria d/f 17 de diciembre de 2015 que resuelve aprobar el Anteproyecto de modificación a la Ley No 19.00 de Mercado de Valores, de fecha 8 de mayo del año 2000*

-Gobierno Dominicano. *Ley No. 479-08 General de las Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada*, modificada por la Ley 31-11, de fecha 11 de febrero de 2011)

-Gobierno Dominicano. *Ley 690-16 sobre Presupuesto General del Estado para el año 2017*

-Gobierno Dominicano. *Comercio de la República Dominicana*, mod. por la Ley No. 173-07, de fecha 12 de junio de 2007

-Gobierno Dominicano. *Ley No. 488-08 que establece un Régimen Regulatorio para el Desarrollo y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES).*

-Gobierno Dominicano. *Ley No. 189-11 para el Desarrollo del Mercado Hipotecario y el Fideicomiso.*

-Gobierno Dominicano. *Ley No. 19-00 sobre Mercado de Valores.*