

5 de enero, 2005 • Sto. Dgo., R. D. • Año I, Volumen V

Nota de la Editora. *Wall Street, Lecciones aprendidas.* Por A. Noboa

El Estado Dominicano ha iniciado su actividad regulatoria para el nuevo año con la publicación de varias resoluciones de la Junta Monetaria, descritas más adelante. A propósito de alguna de ellas, dedicadas a temas relativos al mercado de valores, el presente boletín contiene un énfasis en el rol de dicho mercado y su regulación en el desarrollo económico, social e institucional del país.

El 2005 es un año de grandes expectativas para RD. Entre otros aspectos, ha sido anunciado desde hace diez años como el año de la firma del Acta Final de ALCA; en adición, todo indica que será el primero de ejecución del Acuerdo de Libre Comercio con los Estados Unidos; pero además, es el tercero de una aguda e intrincada crisis económica, cuya recuperación se pronostica lenta. Los mercados aspiran que en el 2005 se avisten los síntomas iniciales recuperación. En sentido general, hay motivos para esperar impactos diversos originados por los distintos movimientos del capital, tanto en sentido positivo, en forma de generación de inversión, nuevos nichos de mercado, reducción de precios y creación de otras modalidades de valor; como en sentido negativo, manifestado en forma de quiebras, cierres, pérdidas de mercados, competitividad y capacidad productiva de las empresas; así como de empleos de los trabajadores y calidad de vida de los ciudadanos en general. Todo cambio produce compensaciones y descompensaciones. El 2005 habrá más de un factor de cambio para la economía y la sociedad dominicana.

Como parte de la motivación que introduce a la Ley No. 19-2000, sobre Mercado de Valores, es deber del Estado fomentar el ahorro interno, como fuente idónea de financiamiento a la inversión, a fin de impulsar el desarrollo económico de la nación. Asimismo, el Legislador señala que es necesario eficientizar la canalización de recursos de forma tal, que se propicie el financiamiento a largo plazo y se incremente la liquidez de la economía, factores indispensables para alcanzar el crecimiento económico sostenido de la nación.

Sin duda, el desarrollo de un mercado de valores se encuentra íntimamente asociado con esa finalidad del Estado. La regulación está llamada a proveerle la soberanía sobre su funcionamiento a fin de dirigirla hacia esos objetivos desarrollistas. En el modelo político social de mercado, el fortalecimiento de una bolsa de valores y su regulación resultan esenciales, como vehículo de generación de recursos de capital. En ese sentido, nada más útil para los países en desarrollo que estudiar las lecciones aprendidas por otros países en el largo recorrer de similares trayectos evolutivos. Al hablar de este tema, los éxitos y fracasos de la Bolsa de Valores de *Wall Street* y su rol histórico, en la definición de la economía y la regulación de mercado estadounidense y mundial, es todo un clásico.

En una ampliación de la versión original, el pasado año Charles R. Geisst publicó su *Historia de Wall Street, desde los inicios hasta la caída de Enron*, una interesante obra que recoge los aspectos críticos del importante núcleo financiero. De acuerdo con Geisst, la historia de *Wall Street* puede dividirse en cuatro períodos: El primero, el de los primeros años se inicia en

5 de enero, 2005 • Sto. Dgo., R. D. • Año I, Volumen V

1790 y termina con la Guerra de Secesión. Durante este tiempo, afirma el autor, fueron desarrolladas las técnicas de intercambio comercial. La emisión de acciones y los bonos financieros existen desde este primer período, casi seguido a la fundación de los EE.UU., los inversionistas eran rara vez personas de linaje, los que sin ningún tipo de protección legal sobre las prácticas abusivas, eran víctimas de los depredadores cuyos nombres se hicieron leyenda en el folklore de *Wall Street*, como Drew, Little y Vanderbilt.

El segundo período va desde la Guerra de Secesión hasta el año 1929, definido por el desarrollo de los ferrocarriles y los *trust*, los *robber barons* y sobre todo los recursos de capital proveniente de ellos, demarca Geisst. Señala que no es sino hasta 1929 que esos recursos recibieron estricto tratamiento regulatorio. Para la segunda generación de *robber barons*, entrado el Siglo XX, encontraron a un gobierno más interesado en el desarrollo de regulaciones para restringir sus actividades que hechos de la vista gorda, explica el autor.

Es importante destacar que para la última parte del Siglo XIX, los grandes industriales y banqueros emergieron en la nueva economía industrial norteamericana. A pesar de que las más antiguas firmas de *Wall Street* de entonces sólo tenían unos 50 años de edad, eran tratadas con el cambio de siglo como aristocracia. Las grandes casas de *Morgan*, *Lazard* y *Belmont* eran relativamente jóvenes, pero vinieron a ocupar una parte central de la vida del país, eclipsando la influencia de los *robber barons* tales como Gould y Fisk. Es decir, con la industrialización, el negocio la colocación de fondos en los mercados de valores se

centró en la captación de los grandes capitales.

Pero no es hasta el célebre 28 de octubre de 1929, día del *crash* de la economía estadounidense, cuando se inicia esa ardua labor legislativa que duró cuatro años en definir un restrictivo marco legal. Hasta entonces, en opinión del autor, los mercados financieros de ese país no habían entrado a la modernidad y se encontraban aletargados a la vieja usanza liberal decimonónica. Solo con la total pérdida del control de la economía, que condujo a ese país a la tristemente recordada Era de la Depresión, los EE.UU. pudieron introducirse en el período moderno de regulación y la responsabilidad pública a través de la estricta disciplina regulatoria encabezada por líderes como F. D. Roosevelt. Con este famoso evento se inicia el tercer período evolutivo de *Wall Street*, explica Geisst; el mismo fue relativamente corto, de 1929 a 1954.

Durante esa etapa los mercados sintieron la supervisión de la regulación así como los efectos de la Depresión, como de la II Guerra Mundial, la posguerra. Con la era moderna del mundo financiero iniciada en 1934 con la legislación del *New Deal* las prácticas de intercambio bursátil quedaron más estrechamente supervisadas. La protección del inversionista devino la nueva garantía individual. Nuevas caras sustituyeron a la vieja guardia que había permitido los excesos del pasado bajo la bandera de la libre empresa. Los nuevos reguladores eran unos cazadores de *trust*, cuyo objetivo particular era la comunidad financiera y las compañías de servicio público tenedoras de acciones. Con dicho cambio de paradigma, las filosofías sobre el darwinismo de los mercados del siglo precedente fueron desechadas para otorgar

5 de enero, 2005 • Sto. Dgo., R. D. • Año I, Volumen V

potestad administrativa regidora de las transacciones de la célebre calle del distrito financiero de Nueva York. Sobre esa primera generación reguladora, Geisst destaca que el paradigma imperante era la protección del pequeño pez de las voracidades del gran pez.

El cuarto y último período empezó con el gran *bull market* o mercado de expansión, de los años de Eisenhower, quien proporcionó nueva vitalidad a los mercados y la economía. Esta fase de la historia de *Wall Street*, iniciada a finales de los años cincuenta del pasado siglo XX, cuando los pequeños inversionistas fueron reconocidos por el mercado como magnífica oportunidad de negocios. Muchas firmas de valores empezaron a recolectar clientes minoristas en adición a sus clientes tradicionales institucionales tales como las compañías de seguro y los fondos de pensiones. En general, el resultado fue que estas firmas orientadas al mercado detallista emergieron como las firmas dominantes, reemplazando a las firmas de zapatos blancos del pasado. Vendrían períodos de más lenta actividad como la de los años 70 (*bear market*), algunas recesiones y el más largo período de expansión de la historia del país o *bull market* de los años ochenta y noventa, época en la que la potencia consolida su liderazgo mundial.

Desde la Era de la Depresión, el tema dominante de *Wall Street* era la relación entre la banca y los mercados de valores. De acuerdo con el citado autor, los dos habían sido separados adrede desde 1934, a fin de proteger a los sistemas bancarios de las catástrofes de mercado como el *crash* de 1929. Sin embargo, en la medida en que el mundo se hace más complejo y las tecnologías de comunicación

se perfeccionan, las viejas protecciones están rápidamente cayendo a favor de la integración de toda suerte de actividad bancaria bajo el mismo techo. Mientras esta es la preocupación más reciente de *Wall Street*, ciertamente no ha sido la única. El efecto posterior de la burbuja inflacionaria de los denominados *roaring 90s* (felices años noventa) por *Stiglitz* y, en particular, los lamentables efectos de los escándalos de *Enron* y *Worldcom* ponen de nuevo sobre el tapete la necesidad de reevaluar la efectividad de la acción regulatoria y la determinación de nuevos paradigmas regulatorios.

Muchos de los caracteres antes descritos, aún en las primeras etapas del mercado y la regulación de valores en EE.UU., no se perfilan todavía en el mercado o la regulación local. Cabe que preguntarse ¿Se encuentran efectivamente disgregados los mercados de valores y financieros en la regulación nacional? ¿Mantiene el Estado un rol estrictamente regulatorio en la emisión y operación de valores? ¿Cómo estimular la confianza y generar mercados para las firmas captadoras de pequeños clientes para incentivar el ahorro interno, de forma directa y espontánea? Es decir lograr que la clase media y pudiente dominicana invierta en acciones de empresas nacionales competitivas que se aventuren a hacerse públicas como ocurre en muchas bolsas de valores de medianas economías. ¿Se encuentra la contribución del ahorro individual en los fondos de pensiones con vocación de incursión en el mercado de valores debidamente protegida?

La SIV es un organismo regulador de corta edad. A pesar de ello es destacable que cuente con marco reglamentario inicial, recogido en recién

5 de enero, 2005 • Sto. Dgo., R. D. • Año I, Volumen V

dictado Decreto 729-04 de fecha 3 de agosto de 2004, así como un buen sistema de información al inversionista; su sitio en la red www.siv.gov.do es una buena carta de presentación. Como todo órgano regulador sectorial, la SIV está plena de retos en el actual contexto nacional. Esperemos que en sus memorias anuales la SIV proporcione información valiosa sobre el resultado de su labor en producción de los objetivos de su ley rectora.

Regulación Monetaria y Financiera. Banco Central publica resoluciones de la Junta Monetaria. Por A. Cruz

El Banco Central de la República Dominicana, por medio del Periódico *El Caribe* de fecha 29 de diciembre del 2004, hizo de público conocimiento cinco Resoluciones dictadas por la Junta Monetaria durante los meses de noviembre y diciembre del mismo año. A continuación enumeramos las disposiciones más relevantes de cada Resolución:

La Cuarta Resolución del 25 de noviembre del 2004 introduce modificaciones al Reglamento Cambiario, aprobado mediante la Primera Resolución de fecha 5 de febrero del 2004, con respecto a las operaciones de envío y recepción de remesas familiares por parte de las entidades de intermediación financiera y los agentes de remesas y cambio.

Mientras que la Segunda Resolución del 9 de diciembre del 2004 autoriza a la Gerencia del BC a inscribir en el Registro de Mercado de Valores y Productos de la SIV, los títulos emitidos por dicho Organismo, con el fin de que éstos sean transados en el mercado secundario, a través de la Bolsa de Valores.

Por su parte, la Primera Resolución del 23 de diciembre del 2004 se dicta para subsanar un faltante por concepto de ingresos fiscales que se produjo al Congreso Nacional introducir modificaciones al Proyecto de Reforma Tributaria y así poder normalizar la situación de los pagos externos; garantizar la estabilidad macroeconómica del país; compensar los recursos generados por el impuesto transitorio del 2% a las importaciones que estuvo vigente hasta el 31 de diciembre del 2004. En ésta se resolvió que a partir del 1º de enero del 2005, la Comisión Cambiaria que cobra la Dirección General de Aduanas (DGA) por delegación del BC a las importaciones, se incrementará transitoriamente a un 13%, y será calculado sobre la tasa de cambio para la venta de divisas.

Por otro lado, la Cuarta Resolución del 23 de diciembre del 2004 aprueba el esquema de vehículos jurídicos que, al amparo de la Ley de Mercados de Valores, serán utilizados para la realización de los activos destinados a la solución del déficit cuasifiscal del BC, bajo la estructura de Fondo de Inversión Cerrados, Administradora de Fondos y Titularizadora; crea un Comité de Políticas, encargado de la toma de decisiones de la estructura antes señalada, y fija como fecha tope el día 30 de enero de este año para que el Gobernador del BC presente a la aprobación de la JM, el nombramiento del personal requerido; dispone que la Unidad Ejecutora deberá elaborar: 1) el Instructivo Operativo para el funcionamiento de la estructura, el cual será aprobado por la Gerencia del BC, dentro de 21 días laborables, contados a partir de la publicación de la presente Resolución, 2) los términos de referencia para las Licitaciones de las Administradoras

5 de enero, 2005 • Sto. Dgo., R. D. • Año I, Volumen V

de Fondos y Titularizadoras, aprobados por la Gerencia del BC a más tardar el 15 de enero del 2005, 3) el Presupuesto con que iniciaran las operaciones, que se deberá presentar a la Junta Monetaria antes del 30 de enero del 2005, 4) los Criterios para la Identificación y Clasificación de los Activos a ser transferidos y la metodología para la valoración de éstos, para presentarlos a la Junta antes del 28 de febrero del 2005, 5) un Inventario sistematizado antes del 30 de marzo de este año y, 6) el Proyecto del Reglamento que regirán los fondos, que presentarán a la JM a más tardar el 28 de febrero del 2005; instruye a la Unidad Ejecutora para que, en coordinación con la Gerencia del BC y demás departamentos, ejecuten las acciones concernientes a los activos que gradualmente serán traspasados a los Fondos de Inversión Cerrados y/o a las Titularizadoras; autoriza al BC a solicitar a la SIV a más tardar el día 30 de marzo del 2005, el inicio de la creación gradual de dichos fondos de inversión.

Finalmente, la Quinta Resolución del 23 de diciembre del 2004, autoriza a la Gerencia del BC a ofrecer a los inversionistas locales y extranjeros los servicios de custodia de los títulos-valores emitidos mediante Resoluciones vigentes y futuras, cobrando una tarifa única y ajustable por inflación de RD\$100.00 por cada título-valor depositado, transferido o retirado. Adicionalmente, cobrará una tarifa mensual de 1/100 del 1% del saldo en términos del valor nominal de los títulos-valores que estén bajo custodia al cierre de cada mes. El plazo es de 90 días a partir de la publicación de la presente Resolución, para que el BC comience a cobrar dicha comisión. Además, se autoriza al BC a suscribir un acuerdo con la Central de Valores Dominicana (CEVALDOM) para la

anotación de los valores emitidos, con la previa autorización de los inversionistas, y a aperturar una cuenta a nombre de ésta última para la liquidación y compensación de los valores.

Política Pública y Mercado de Valores. SIV identifica obstáculos al desarrollo del Mercado de Valores. Por L. Veras

El treinta (30) de septiembre del pasado año, en ocasión del seminario "*La Diáspora Dominicana y el Mercado de Capitales Dominicano – Desarrollo y Futuro*", celebrado en la ciudad de Nueva York, EE. UU., Haivanjoe Ng Cortiñas, Superintendente de Valores de la RD, hizo una ponencia titulada "*Estado Actual y Metas de la Regulación del Mercado de Capitales en la República Dominicana*".

En dicha ponencia, el Superintendente expuso sus propósitos de apertura de la SIV, frente a los posibles participantes para facilitar la promoción del mercado de capitales. Afirmó que el propósito de esta apertura en su relación con los regulados y potenciales regulados es alcanzar una política regulatoria menos restrictiva a fin de incentivar el registro e ingreso de participantes en el Mercado de Valores. El funcionario hizo referencia al artículo 119 del Reglamento para la Aplicación de la Ley de Mercado de Valores, el cual consagra la regla de la regulación mínima y del máximo funcionamiento del mercado. Después de aclarar que el fin no es la desregulación, expresó que se deben disponer requisitos más simples, aunque no menos estrictos.

Durante la exposición, el Superintendente enumeró algunos de los obstáculos que frenan el desarrollo del mercado de valores dominicano, entre los



5 de enero, 2005 • Sto. Dgo., R. D. • Año I, Volumen V

que se destacan: La escasa cultura bursátil en el país, el alto y mediano grado de participación familiar en el capital accionario de la mayoría de las sociedades comerciales y la resistencia de los participantes del mercado a suministrar a la Superintendencia ciertas informaciones vitales para la transparencia financiera del mercado. Asimismo consideró que la dependencia de los puestos de bolsa y emisores respecto del sistema de intermediación financiera es un obstáculo generador de un natural conflicto de intereses debido a la inexorable competencia entre ambos mercados.

No obstante los mencionados obstáculos, el SIV manifestó su optimismo y su voluntad firme de promover el Mercado de valores como una alternativa viable de financiamiento.

Noticias de la Firma. Nueva Asociada de NP.

Nos complace anunciar que desde el pasado mes de diciembre, la Dra. Arlene Cruz Carrasco, ha ingresado a nuestra firma de abogados, en calidad de abogada asociada. La Dra. Cruz es egresada de la Universidad Iberoamericana (UNIBE).

Redacción: A. Cruz y L. Veras
Edición: A. Nobao

NOBOA PAGÁN – Abogados

Av. Los Próceres, Plaza Diamond, Arroyo Hondo
Teléfono (809) 334.5717 • Fax (809) 334.5716
www.noboapagan.com