

Capítulo 5

El mercado de deuda privada y la regulación del mercado de capitales

Resumen

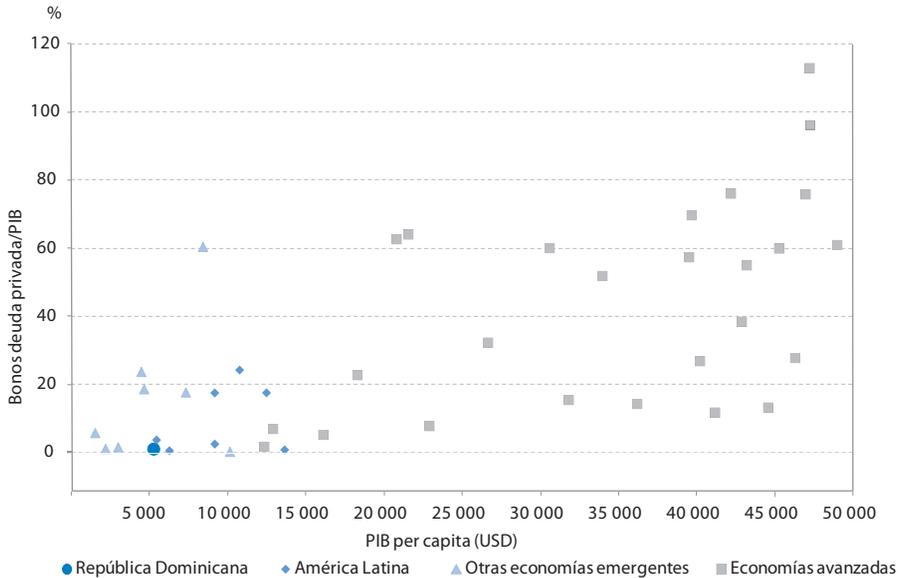
A pesar del crecimiento sostenido desde 2005, el mercado de deuda privada está rezagado en términos de tamaño, madurez y concentración con respecto a la tendencia mundial. En el mercado primario, el largo proceso de emisión desincentiva las empresas a emitir títulos. Además, los emisores enfrentan grandes requerimientos y retrasos adicionales para que sus títulos sean adquiridos por inversionistas institucionales. En el mercado secundario, es necesario mejorar la eficacia de la plataforma de negociación, el sistema de liquidación y compensación así como el sistema centralizado de información para que se impulse la liquidez y se permita la formación de precios. La comunicación y la coordinación entre las diferentes superintendencias deben ajustarse con el fin de reducir los costos de transacción para los diferentes actores del mercado y gestionar adecuadamente los riesgos incurridos por los grupos financieros.

El mercado de deuda privada interna presenta una dinámica de crecimiento. La primera emisión de bonos privados ocurrió en 2005 y desde entonces el monto total de deuda privada como porcentaje del PIB ha tenido un crecimiento sostenido, de 0.1% en 2005 a 1.3% en 2011. Además, el número de tramos de títulos colocados ha aumentado cada año, de 7 en 2005 a más de 30 en 2011.¹ El valor emitido en 2005 fue de 1 022 millones de DOP, mientras que en 2011 alcanzó más de 5 000 millones de DOP. El principal emisor en el mercado es el grupo *León Jimenes* y corresponde al 28% del valor total emitido.² Del monto total de emisiones activas, 36% fue realizado por entidades financieras y 64% por entidades no financieras. Dentro de las sociedades no financieras, los sectores que han emitido deuda privada son el de producción de energía, el de manufactura, y el de hotelería y servicios alimenticios (23%, 14% y 4% del valor total de emisiones activas respectivamente).

No obstante, el valor de este mercado es menor que el de los principales países de la región (1.3% del PIB vs. 10% del PIB en promedio para la región).³ A su vez, los países líderes de la región tienen un menor desarrollo del mercado de bonos privados con respecto a las economías emergentes de Asia (Banco Mundial, 2012). El tamaño del mercado de deuda privada de República Dominicana, dado su nivel de PIB per cápita, es reducido si se compara con la tendencia mundial y la de los países líderes de la región (Gráfico 5.1). El mercado dominicano de bonos corporativos es pequeño si se compara con el valor del crédito comercial del sistema financiero del país (cerca del 15% del PIB, ver Gráfico 3.2).

El mercado de bonos privados está rezagado con respecto al de los países de la región y de las economías avanzadas en términos de madurez, concentración e indexación de tasa de interés. La madurez promedio de los bonos emitidos entre 2006 y 2011 es de 3.9 años, mientras que en la región y las economías del G-7 es respectivamente de 6.8 y 9.4 años.⁴ La concentración del mercado es considerablemente más alta. Mientras que las cinco emisiones más grandes durante la última década en Chile y en los países del G-7 representaron alrededor del 30% del total emitido, en República Dominicana estas emisiones representaron el 67% del mercado (la principal emisión representó el 40% del valor total). Además, la emisión de bonos corporativos de tasa fija representa alrededor del 55% del valor total emitido.⁵ Este nivel de emisión contrasta con el resto de las economías emergentes ya que constituye el 86% del mercado (IOSCO, 2011).

Gráfico 5.1. Deuda privada sobre PIB y PIB per cápita (Dic. 2010)



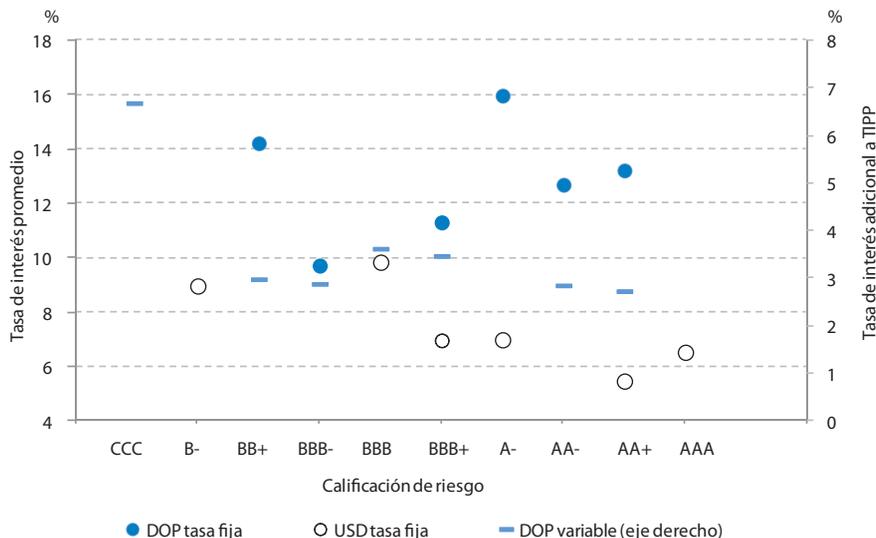
Nota: Los países de América Latina seleccionados son Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela. Las otras economías emergentes (de ingreso medio) son China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Las economías avanzadas o de ingreso alto incluidas son Alemania; Australia; Austria; Bélgica; Canadá; Eslovaquia; Eslovenia; España; Estados Unidos; Finlandia; Francia; Gran Bretaña; Grecia; Holanda; Hong Kong, China; Hungría; Irlanda; Islandia; Italia; Japón; Polonia; Portugal; República Checa; República de Corea; Singapur y Suecia.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en el Banco Mundial y el *Bank for International Settlements* (BIS).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607765>

Una fracción importante de las emisiones está denominada en dólares estadounidenses. Estas emisiones representan el 40% del valor total colocado. Es ideal que las empresas que no tienen sus ingresos en USD coloquen en moneda local para evitar exposición al riesgo cambiario, igualando la denominación de su deuda a la de sus ingresos. Al comparar los rendimientos a tasa fija en pesos dominicanos y dólares estadounidenses, las empresas tienden a emitir a tasas de interés más bajas en USD, independientemente de la calificación de riesgo de los títulos (Gráfico 5.2).⁶ Con el fin de evaluar si es propicio realizar las emisiones en moneda extranjera no solamente se debe tener en cuenta la reducción de un costo de financiación. Además, las expectativas de depreciación de la tasa de cambio así como la volatilidad de la tasa de cambio son factores que tienen que ser incorporados en la evaluación.

Gráfico 5.2. Tasa de interés promedio anual de los títulos emitidos según calificación de riesgo (% , 2005-11)



Nota: Corresponde a la tasa de interés del mercado primario. No se han registrado emisiones a tasa variable en USD. El eje izquierdo se refiere a la tasa de interés de los títulos de tasa fija (en dólares estadounidenses y pesos dominicanos). El eje derecho se refiere a las emisiones a tasa variable y representa el margen de interés con respecto a la tasa de referencia TIPP (tasa de interés pasiva promedio ponderada) de bancos múltiples.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en la Superintendencia de Valores.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607784>

El reducido tamaño del mercado de bonos privados está afectado por el rápido crecimiento del mercado de deuda pública. La tendencia para muchas economías emergentes es de mercados de bonos corporativos nacientes, de pocas emisiones y baja liquidez en los mercados secundarios. Mientras estos mercados no llegan al nivel de los sistemas bancarios como fuente de financiación para el sector real, se observa un alto crecimiento en el mercado de bonos de deuda pública (Borensztein *et al.*, 2008; IOSCO, 2011). En América Latina, el mercado de bonos de deuda pública ha crecido a un ritmo más alto que el de bonos de deuda privada en la mayoría de países.⁷ En el caso dominicano, los efectos positivos del mercado de deuda pública en el de bonos corporativos han sido reducidos dada una infraestructura inadecuada del mercado de bonos y la falta de una curva de referencia. Por el contrario, el alto rendimiento que ofrecen los instrumentos de deuda pública ha desplazado la demanda por títulos de deuda privada (ver Capítulo 6 para una comparación entre los rendimientos de títulos de deuda pública y privada).

Mercados primario y secundario: principales retos

Respecto al mercado primario, el proceso de emisión de bonos representa un elevado costo fijo para la mayoría de las empresas, reduciendo el número de emisores potenciales. El proceso para emitir bonos de deuda pública es largo y complejo. Además, si bien la Superintendencia de Valores (SIV) brinda una guía detallada, la elaboración del prospecto de colocación no está completamente estandarizada y su contenido varía únicamente según el plazo de emisión. Esta situación lleva a un alto costo de emisión para la gran mayoría de empresas. Además, se desincentiva la emisión por parte de las empresas más grandes ya que pueden tener acceso a mercados internacionales donde los procesos son más eficientes y rápidos.

Los requerimientos de información periódica para los emisores de bonos corporativos en República Dominicana son altos en comparación con la región. Además de una actualización anual del prospecto de colocación, la regulación dominicana requiere informes financieros anuales e intermedios (trimestrales y mensuales). Los reportes trimestrales deben estar acompañados de un informe al cumplimiento de las condiciones de emisión, un balance general mensual, un estado de resultados, un estado de flujo de efectivo y un informe de revisión de la calificación de la deuda, los cuales no son requeridos en la mayoría de los países de Iberoamérica. Incluso, en algunos países como España, Portugal y Uruguay, los informes intermedios deben ser preparados semestralmente y muchos países no exigen reportes mensuales (IIMV, 2010).

De acuerdo a la estructura institucional, las emisiones de títulos de deuda privada enfrentan requerimientos adicionales si los actores de mercado incluyen a fondos de pensiones e instituciones financieras. Adicional a la autorización de la SIV, los títulos tienen que ser aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo y Límites de Inversión de los fondos de pensiones (CCRLI). Esto contrasta con las prácticas tanto en las economías avanzadas como emergentes, dado que los procesos de autorización de emisiones y de prospecto de colocación tienden a ser más simples para emisiones dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales. En los países con los mercados de valores más avanzados de la región, como en Brasil o Chile, se requiere menor información cuando una emisión de bonos privados va dirigida a inversionistas institucionales o calificados con altos patrimonios (IIMV, 2010).⁸ Esta medida aumenta el número de emisores al reducir el costo de emisión, al tiempo que incrementa las opciones de inversión para los inversionistas institucionales. Dado que estos actores tienen vasta experiencia y conocimiento en el mercado, el costo social de un incremento limitado en el riesgo de sus carteras puede ser reducido con

respecto al beneficio social derivado del aumento en el acceso al financiamiento de nuevas empresas.

La mayoría de emisiones de deuda privada no se ha hecho a través de subasta. Esta es la principal herramienta de emisión en los mercados avanzados y en economías emergentes, y es por lo general la más eficaz con respecto a otra herramienta de colocación. Dicha herramienta tiene el potencial de brindar una financiación más barata gracias a la competencia que induce y es más transparente con respecto a otras técnicas (OCDE, 2002). Al no hacer uso de esta herramienta, se puede estar impidiendo el acceso a una financiación menos costosa. En este sentido, la regulación debe precisar el tipo de subasta que debe implementarse (de precio múltiple o uniforme), con el objetivo de reducir el costo de financiación y prevenir manipulación por parte de los participantes de la subasta.

Respecto al mercado secundario, la compra-venta de títulos de deuda privada a través de transferencias libres de pago reduce la transparencia y dificulta la valoración de los títulos. De acuerdo con las entrevistas realizadas a los actores del mercado, gran parte de las transacciones del mercado secundario de bonos son realizadas como transferencias libres de pago. Este tipo de transacción es utilizado debido a la falta de un sistema de liquidación y compensación, ocasionando la necesidad de realizar varios pagos cuando se transa un mismo instrumento varias veces en un mismo día, inclusive entre las mismas partes. Las transferencias libres de pago no requieren que los precios de las transacciones sean reportadas a la SIV ni a un sistema centralizado de información. Por esta razón, el mercado secundario carece de transparencia y de un eficiente sistema de formación de precios. A diferencia de otros problemas que existen en el mercado de renta fija, este no es compartido por la mayoría de economías emergentes, pues la mitad de las transacciones se hacen a través de una bolsa de valores. Adicionalmente, en dos tercios de los países se reportan las transacciones en el mercado secundario de bonos privados y en más de la mitad es obligatorio (IOSCO, 2011). Aún así, es preciso mencionar que si bien las transacciones son reportadas, la mayoría de las economías emergentes tampoco tienen sistemas de diseminación de precios e información. De hecho, menos de la mitad tienen un sistema centralizado de información histórica de transacciones.

Un mercado secundario de bonos corporativos organizado en el que se hagan transacciones y fijen precios en plataformas públicas es prácticamente inexistente en República Dominicana. Actualmente existen dos sistemas para realizar transacciones *Over-the-Counter* (OTC): a través de la Bolsa de Valores de República Dominicana (BVRD), exclusiva para los comisionistas de bolsa; y a través de la plataforma *Bloomberg* (iniciada en septiembre de 2011). Sin

embargo, en la BVRD, los bonos corporativos representan menos del 15% de la totalidad de títulos transados.⁹ Además, muchas otras operaciones publicadas en la web de la BVRD son realizadas por puestos de bolsa sin transar por la plataforma de negociación de la bolsa y sólo son reportadas a ella una vez cerrada la transacción.

La baja variedad de instrumentos disponibles y actores en el mercado secundario restringe su liquidez. Si bien el país ya cuenta con una sólida regulación que satisface los requisitos de la IOSCO en cuanto a Instituciones de Inversión Colectiva (IICs), la participación de los fondos mutuos, así como de inversionistas en capital de riesgo, compañías de seguros o bancas de inversión es prácticamente inexistente. Su participación aumentaría la competencia en el mercado e impulsaría su liquidez (OCDE, 2002). Tampoco se han desarrollado instrumentos derivados y de gestión de riesgo como futuros sobre bonos de deuda pública, transacciones *forward* y *swaps* que, bajo un esquema adecuado de regulación y supervisión, aumentan las posibilidades de diversificación de riesgo, cobertura y liquidez del sistema (OCDE, 2002).

Si bien los retos mencionados anteriormente son claves para el desarrollo del mercado de deuda privada, existen algunos avances en el marco regulatorio y en el funcionamiento del mercado. En particular, se destacan los siguientes aspectos positivos. Primero, se observan niveles satisfactorios de desmaterialización de los bonos privados. En contraste con el mercado de bonos de deuda pública, la totalidad de títulos de deuda privada están desmaterializados, lo cual aumenta la eficiencia del mercado y facilita el desarrollo de una mayor liquidez en el mercado secundario. Segundo, República Dominicana gozará de una alta convergencia contable ya que las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs) desarrolladas por la *International Accounting Standard Board* serán obligatorias a partir del 2013. Finalmente, la SIV es miembro ordinario de la IOSCO, lo que le ha permitido estudiar e implementar los estándares internacionales para fomentar un mercado organizado.

Hacia una mayor coordinación del marco institucional y regulatorio

La estructura institucional del sistema regulatorio dominicano presenta retos para la priorización e implementación de una política coherente de los mercados financieros y de capitales. La regulación y supervisión del sistema financiero y de capitales de República Dominicana está dividida en cuatro

superintendencias responsables del buen funcionamiento y estabilidad de las actividades financieras (Superintendencias de Bancos, de Pensiones, de Seguros y de Valores). En este diseño institucional, es crítico que exista una coordinación efectiva en la priorización de los objetivos de política y de los instrumentos con los cuales se ejecutan dichos objetivos, la cual reside en la Junta Monetaria como órgano encargado de la regulación del sistema monetario y financiero. A su vez, esto requiere una coherencia en la rendición de cuentas de las instituciones involucradas en la regulación del sistema financiero y de capitales.

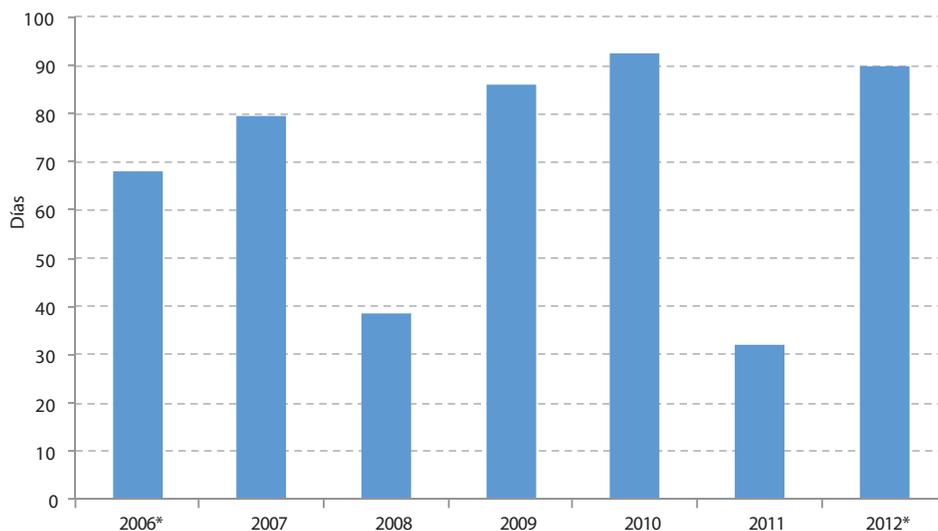
Aunque la OCDE no provee recomendaciones específicas sobre el marco organizacional de las instituciones supervisoras de los mercados financieros y de capitales, se proponen diversos aspectos necesarios para el buen funcionamiento de la supervisión de estos mercados. Los principios de gobierno corporativo de la OCDE destacan que la posibilidad de solapamiento e incluso de contradicción entre reglamentos de distintas superintendencias es otro de los temas que deberán controlarse para evitar la aparición de lagunas reglamentarias. Dichos principios señalan que las responsabilidades regulatorias deberán ser atribuidas a instituciones que puedan cumplir con sus funciones sin generar conflictos de interés y que estén sujetas a un control judicial. Además, las superintendencias requieren de personal altamente capacitado para llevar a cabo un trabajo de investigación eficaz, por lo que necesitarán de autonomía y de recursos suficientes para cumplir sus obligaciones con profesionalidad y objetividad (OCDE, 2004). Adicionalmente, diferentes elementos deben tenerse en cuenta para que la coordinación sea exitosa, entre los cuales se destaca la disposición inicial a cooperar de las partes integrantes, los incentivos a cooperar, la existencia de un líder activo y la similitud de las organizaciones participantes (Faerman *et al.*, 2001).

Si bien existe una línea clara de responsabilidades entre las agencias reguladoras dominicanas, éstas no gozan de total independencia financiera. Una composición ideal de responsabilidad resulta de la situación en la que las agencias son independientes en sus acciones pero rinden cuentas al gobierno sobre su desempeño. Los países que han adoptado un sistema de regulación integrada lo han logrado a través del establecimiento de una agencia independiente del Banco Central. Dicha separación ha ayudado a mantener el enfoque regulatorio en las agencias (Carmichael y Pomerleano, 2002). En este sentido, el Estado debe desarrollar mecanismos de decisión para asegurar la independencia de las superintendencias (Abrams y Taylor, 2000), tanto operacional como financiera. Cabe anotar que esta independencia no debe afectar la convergencia de objetivos entre las políticas de las superintendencias y los objetivos y mecanismos de política macroeconómica (OCDE, 2010). Gran parte de los ingresos de la SIV

proviene de los recursos depositados en el Banco Central. Cerca del 85% de los ingresos proviene de transferencias del Banco Central y 8% del Ministerio de Hacienda. Por lo tanto, una mayor independencia financiera en el presupuesto es relevante. En la actualidad la SIV está en un proceso de definición de nuevas fuentes de ingresos por servicios que le brindaría una mayor independencia financiera.

Aún si las facultades de cada superintendencia están concretadas dentro de sus áreas de competencia, existen ineficiencias en el intercambio de información entre ellas. Este es un elemento clave para evitar que actividades de las instituciones financieras no caigan dentro de la jurisdicción de alguna de las superintendencias, así como evitar la superposición entre sus políticas (Abrams y Taylor, 2000). Un ejemplo de las fallas de comunicación y coordinación entre las superintendencias es el plazo requerido por parte de la CCRLI para que las emisiones de títulos de deuda privada puedan ser adquiridas por los fondos de pensiones. Esta etapa tarda en promedio alrededor de 70 días y puede llegar a durar más de tres meses (ver Gráfico 5.3). Esto se caracteriza como uno de los principales obstáculos en el desarrollo del mercado de bonos corporativos (Shah *et al.*, 2007). Dado que la autorización de emisión por parte de la SIV toma máximo 30 días, el plazo aproximado para que un emisor coloque instrumentos que puedan ser adquiridos por fondos de pensiones usualmente llega a estar entre tres meses o más. Esto supera prácticamente tres veces el plazo promedio de los países de Iberoamérica, que es de aproximadamente 25 días (IIMV, 2010). En caso de que los emisores incluyan a instituciones financieras, con títulos que vayan a ser adquiridos por fondos de pensiones, se necesita una aprobación adicional de la Superintendencia de Bancos, alargando aún más el proceso.

Gráfico 5.3. Plazo de aprobación de la CCRLI de las emisiones de deuda privada



Nota: Plazo promedio entre aprobación de emisión de títulos de deuda privada de la Superintendencia de Valores y la Comisión Clasificadora de Riesgo y Límites de Inversión (CCRLI) (títulos a ser adquiridos por fondos de pensiones). Incluidas sólo emisiones activas a enero de 2012.

* Sólo se aprobó una emisión para la inversión de los fondos de pensiones.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en la Superintendencia de Pensiones y la Superintendencia de Valores.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607803>

El marco institucional actual no es adecuado para que el Banco Central tenga un puesto líder en los comités de regulación. Un Banco Central independiente con una política de inflación objetivo establecida puede tener un puesto líder dentro de estos comités. En la Unión Europea, el mercado financiero está regulado por un comité (*European Systemic Risk Board*), mientras que en Estados Unidos, la Reserva Federal es uno de los 10 miembros votantes de la *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), y el mercado es legislado con los reglamentos de bancos e instituciones financieras diseñados por la FSOC. La falta de un marco institucional adecuado para el manejo de la política monetaria en República Dominicana hace que un liderazgo del Banco Central en un comité de supervisión tenga resultados ineficaces, pues puede existir una relación inversa entre el afianzamiento de la supervisión financiera y el grado de intervención del Banco Central (Masciandaro, 2006). Es decir, existe la posibilidad de que el Banco Central tenga incentivos contradictorios al ser supervisor bancario y

estar encargado al mismo tiempo de controlar la inflación. La credibilidad del Banco Central como regulador financiero y gestor de la política monetaria se vería afectada negativamente (Cihak y Podpiera, 2006). En general, se puede observar un efecto cruzado entre la supervisión bancaria en la política monetaria y viceversa (Tuya y Zamalloa, 1994).

La composición del Consejo de Valores (CNV) puede resultar en arbitraje regulatorio y conflicto de intereses. Dicho organismo está compuesto exclusivamente por miembros activos de autoridades y corporaciones involucradas con el funcionamiento del mercado de valores, asegurando una vasta experiencia y conocimiento de todos sus miembros. No obstante, esto deja al CNV vulnerable a conflictos de interés, en especial dada la ausencia de un reglamento que establezca normas de conducta en dichos casos.

Finalmente, la falta de un código de gobierno corporativo expreso que establezca estándares y prácticas bien definidas, en especial para compañías emisoras, es un obstáculo para alcanzar una mayor transparencia. Dicho código asegura también la defensa de todos los acreedores y aumenta la confianza inversionista en el mercado de bonos corporativos. Esto es relevante en economías como la de República Dominicana, donde las principales empresas son de propiedad familiar. Una alta concentración de control y propiedad en las empresas emisoras genera mayores desafíos para buenas prácticas de gobierno corporativo y requiere de mayores grados de transparencia e independencia en la gestión (IOSCO, 2011; OCDE, 2004).

Recomendaciones y perspectiva

Se debe mejorar el proceso de colocación en el mercado primario. Es crucial reducir el tiempo de aprobación de una emisión, lograr una estandarización de la documentación requerida (por ejemplo del prospecto), disminuir los plazos de verificación por parte de la SIV, y simplificar el proceso de inversión para inversionistas institucionales en el mercado primario. Se necesita igualmente buscar un uso más regular de la subasta como técnica de colocación de bonos de deuda privada. Una alternativa para hacer esta transición es implementar métodos de colocación mixtos, como lo hacen actualmente algunas de las economías emergentes líderes en mercados de bonos corporativos como Brasil, Chile, India, Malasia y Tailandia (IOSCO, 2011).

Es preciso mejorar la infraestructura del mercado secundario. Es fundamental ajustar los sistemas centralizados de información, depósitos,

compensación y de pagos. Estos son un determinante básico de la confianza inversionista en la infraestructura del mercado (OCDE, 2002) y representan uno de los obstáculos principales que las economías emergentes enfrentan para desarrollar sus mercados de renta fija (IOSCO, 2011). Por ejemplo, se debe asegurar una conexión de información directa entre las plataformas de transacción y el Depósito Centralizado de Valores (CEVALDOM). Además, tal y como se prevé para 2012, se debe implementar una plataforma de negociación para el mercado secundario, que incluya un sistema eficiente y seguro de liquidación y compensación. Igualmente, la regulación y disciplina de mercado deben sancionar drásticamente las operaciones de compra y venta que se realicen a través de las transferencias libres de pago e incentivar el uso del sistema de transacciones a través de mercado OTC informatizado (como *Bloomberg*). En este sentido se espera también que el proyecto de Reglamento sobre el Objeto de la Negociación, Funcionamiento y Organización del Mercado de Valores adelantado por la SIV ayude a promover el uso de estas plataformas como marcos de negociación públicos y transparentes.

Debido a los múltiples cuerpos regulatorios dentro del mercado financiero y de capitales, se recomienda la institución de un comité coordinador que promueva, coordine y registre las reformas de calidad en la regulación. En este comité, compuesto por expertos independientes y agentes reguladores, se podrán integrar diferentes perspectivas sobre los procedimientos para tratar con los riesgos que enfrenta el mercado, en especial el riesgo sistémico (Bank for International Settlements, 2011). Asimismo, con el desarrollo de dicho comité es posible identificar las herramientas más apropiadas a utilizar (las cuales pueden provenir de las diferentes superintendencias) así como los canales eficaces de comunicación y de intercambio de información entre las agencias reguladoras (Bank for International Settlements, 2010 y 2011). Uno de los mecanismos que más ha contribuido al incremento de la calidad de la regulación en las economías de la OCDE ha sido la implementación de experiencias y perspectivas desarrolladas en conjunto por parte de las agencias reguladoras, lo cual ha facilitado la aplicación de un marco regulatorio consistente entre las superintendencias (Hill, 2001).¹⁰

Al promover la coordinación entre superintendencias se derivan reducciones de costos administrativos y en actividades de soporte que pueden generar recursos para el desarrollo de planes de carrera. La adopción de políticas armonizadas asegura decisiones consistentes en materia supervisora y reduce la necesidad de examinarlas a través de diferentes legislaciones, reduciendo la carga administrativa de cada superintendencia (European Financial Services Round Table, 2009). La remuneración apropiada para los supervisores, el diseño

de planes de carrera y la competitividad de las superintendencias ayudan a una mayor eficacia de éstas.

Es recomendable incluir en el Consejo de Valores expertos independientes a las actividades del mercado de valores y desarrollar un código de gobierno corporativo. El Consejo de Valores podría estar compuesto, entre otros, por miembros de la academia y se debería instaurar un reglamento que prevea normas de conducta en casos de conflicto de intereses. Así, aumentaría la transparencia del proceso de formulación de políticas y la de la regulación del mercado. Por otra parte, es determinante desarrollar un código de gobierno corporativo. Siguiendo los principios promovidos por la OCDE, dicho código debe amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, reconocer los derechos de las partes interesadas y garantizar la responsabilidad y control ejecutivo del consejo de las empresas, siendo siempre coherente con el régimen legal e institucional de la economía (OCDE, 2004). Sería recomendable adoptar un código nacional sujeto a un régimen de *Comply or Explain*, como ocurre en un número amplio de países de la región. A largo plazo, la introducción de estándares adecuados y una cultura de buen gobierno corporativo facilitarán la participación de un mayor número de empresas dominicanas en los mercados de capitales, así como el desarrollo del mercado de renta variable.

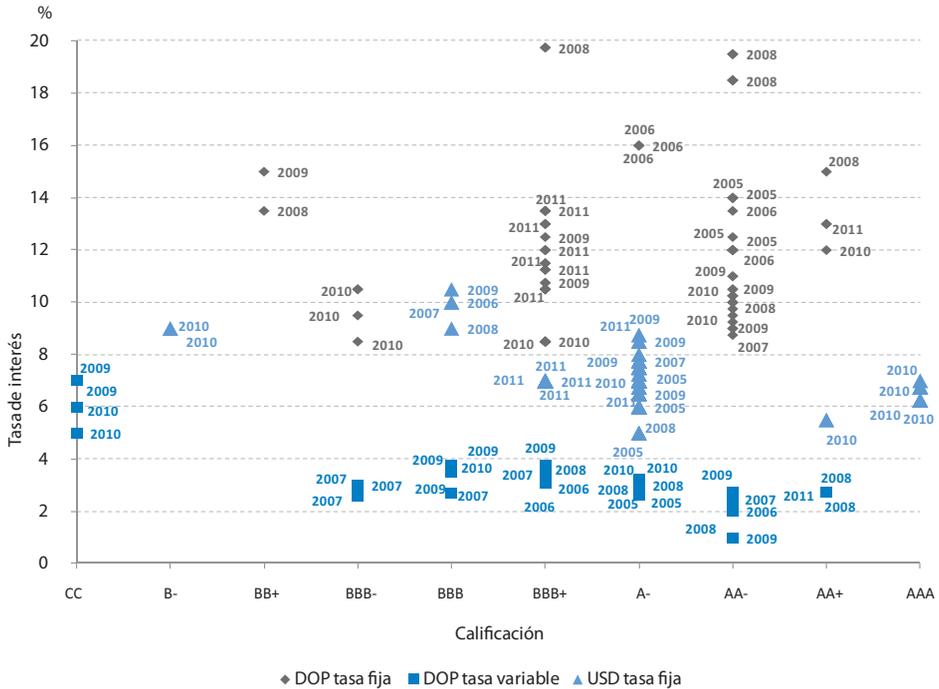
Anexo 5.A1. Emisiones de deuda privada (2006-11) Activas en enero de 2012

Año de Emisión	Emisor	Calificación	Moneda	Monto Suscrito (DOP)
2006	BNV	AA-	DOP	882 500 000
	Adopem	BBB+	DOP	300 000 000
2007	Banco León	BBB-	DOP	400 000 000
	Banco Popular	AA-	DOP	4 079 000 000
2008	Industrias Nacionales	A-	DOP	1 000 000 000
	Cervecería Nacional	AA+	DOP	4 050 000 000
	BHD Valores	AA-	DOP	1 000 000 000
	Motor Crédito	BBB+	DOP	300 000 000
2009	BNV	AA-	DOP	271 000 000
	Multiquímica	BBB	DOP	242 748 000
	Industrias Nacionales	A-	USD	1 104 520 942
	EGE Haina	A-	USD	1 104 520 942
	Delta intur	CC	DOP	850 000 000
2010	Itabo	A-	USD	552 260 471
	Banco Ademi	BBB	DOP	500 000 000
	ALAVÉR	A-	DOP	800 000 000
	Cap Cana	B-	USD	364 455 093
	Parallax Valores	BBB-	DOP	294 520 000
	CEPM	AAA	USD	1 840 868 236
	Cervecería Nacional	AA+	USD	856 003 730
	Cervecería Nacional	AA+	DOP	286 750 000
CEPP	A-	USD	920 434 118	
2011	Valores León	BBB+	DOP	913 311 000
	EGE-Haina	A-	USD	1 840 868 236
	Cervecería Nacional	AA+	DOP	1 025 580 000
	Industrias Nacionales	BBB+	USD	1 472 694 589
				27 252 035 357.17

Nota: Monto suscrito basado en una tasa de cambio 1USD= 36.82 DOP.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en la Superintendencia de Valores.

Anexo 5.A2. Tasa de interés de los títulos emitidos según calificación de riesgo



Nota: No se han registrado emisiones de tasa variable en USD. Las etiquetas en los puntos representan el año de colocación del título.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en la Superintendencia de Valores.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607822>

Notas

1. Cada emisión está dividida en tramos, y cada tramo a su vez está dividida en series. Diferentes series de una misma emisión pueden variar en fecha de colocación, monto colocado, vencimiento, tasa de interés e indexación de tipo de interés. Ver Anexo 5.A1 para una tabla con todas las emisiones realizadas entre 2006 y 2011 y activas a enero de 2012.
2. Las empresas pertenecientes a dicho grupo que han hecho emisiones en el mercado de bonos son la Cervecería Nacional Dominicana S.A., el Banco Múltiple León S.A. y Valores León S.A.
3. Promedio entre 2000-09 para Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Uruguay (Banco Mundial, 2012).
4. Para América Latina, este es el promedio entre 2000-2009 para Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Uruguay (Banco Mundial, 2012).
5. Sólo el 17% del valor emitido está denominado en pesos dominicanos y a una tasa fija. Adicionalmente, todas las emisiones han sido de bonos con opción de recompra.
6. Ver Anexo 5.A2. para la totalidad de los tramos emitidos, según año de colocación.
7. Sólo Chile, que en 1995 ya tenía un mercado de deuda pública que representaba 60% del PIB, experimentó una reducción del endeudamiento público al mismo tiempo que el mercado de bonos privados florecía (Borensztein *et al.*, 2008).
8. En República Dominicana existe la figura de prospecto simplificado en el que no se incluye información sobre el emisor. Sin embargo, este sólo aplica para emisores a los cuales se les ha aprobado un prospecto completo hace no más de 12 meses o cuando la emisión es un tramo de un programa de emisión para el cual ya fue aprobado un prospecto completo.
9. La plataforma de negociación *Bloomberg* ofrece menores costos de transacción y su horario de actividades es de una hora más. Igualmente, esta plataforma aumenta la transparencia y capacidad de transacción del mercado primario.
10. Para el caso de Inglaterra, ninguno de los reguladores deberá requerir aprobación de la legislación de otro regulador, sin embargo, deberán tener la posibilidad de consultar y tomar en cuenta el punto de vista de la otra institución (HM Treasury, 2011).

Referencias

- ABRAMS, R. y M. TAYLOR (2000), "Issues in the Unification of Financial Sector Supervision", *IMF Working Paper*, WP/00/213.
- BANCO MUNDIAL (2012), *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*, Banco Mundial, Washington, DC.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2010), *Good Practice Principles on Supervisory Colleges*, Basel Committee on Banking Supervision, Basilea.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2011), "Macprudencial Policy Tools and Frameworks", *Progress Report to G20*, Bank for International Settlements, Financial Stability Board, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- BORENSZTEIN, E., K. COWAN, B. EICHENGREEN y U. PANIZZA (2008), *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- CARMICHAEL, J. y M. POMERLEANO (2002), *Development and Regulation of Non-Bank Financial Institution*, Banco Mundial, Washington, DC. Acceso en línea: www.scribd.com/WorldBankPublications/d/16060096-Development-and-Regulation-of-NonBank-Financial-Institutions-
- CIHAK, M. y R. PODPIERA (2006), "Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision", *IMF Working Paper*, 06/57, Fondo Monetario Internacional, Washington DC. Acceso en línea: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0657.pdf
- EUROPEAN FINANCIAL SERVICES ROUND TABLE (2009), "Ten EFR Messages on Consolidated Supervisions and the College of Supervisors", *European Financial Service Round Table*, Bruselas.
- FAERMAN, S., D. MCCAFFREY y D. VAN SLYKE (2001), "Understanding Interorganizational Cooperation: Public-Private Collaboration in Regulating Financial Market Innovation", *Organization Science*, 12 (3): 372-88.
- HILL, J. (2001), "Government Capacities to Assure High Quality Regulation", artículo publicado para el *OECD Regulatory Management and Reform Seminar*, mimeo, Moscú.
- HM TREASURY (2011), "A new approach to financial regulation: building a stronger system", *TSO The Stationery Office*.

- IIMV (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores) (2010), *Estudio Sobre la Transparencia de Emisores en Iberoamérica*, IIMV, Madrid.
- IOSCO (2011), *Development of Corporate Bond Markets in Emerging Markets*, Final Report Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions (con la colaboración del World Bank Group).
- MASCIANDARO, D. (2006), "E Pluribus Unum? Authorities Design in Financial Supervision: Trends and Determinants", *Open Economies Review*, vol. 17, n.1, 73-102.
- OCDE (2002), *Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century*, OCDE, París.
- OCDE (2004), *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*, OCDE, París.
- OCDE (2010), *Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation: General Guidance and High-Level Checklist*, OCDE, París.
- SHAH, H., A. CARVAJAL, G. BANNISTER, J. CHAN-LAU y I. GUERRA (2007), "Equity and Private Debt Markets in Central America, Panama and the Dominican Republic", *IMF Working Paper*, WP/07/288.
- TUYA, J. y L. ZAMALLOA (1994), "Issues on placing banking supervision in the central bank", *Frameworks for monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, pp. 663-690. FMI, Washington, DC.



From:
Capital Markets in the Dominican Republic
Tapping the Potential for Development

Access the complete publication at:
<https://doi.org/10.1787/9789264177628-en>

Please cite this chapter as:

OECD (2012), “El mercado de deuda privada y la regulación del mercado de capitales”, in *Capital Markets in the Dominican Republic: Tapping the Potential for Development*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264177680-8-es>

El presente trabajo se publica bajo la responsabilidad del Secretario General de la OCDE. Las opiniones expresadas y los argumentos utilizados en el mismo no reflejan necesariamente el punto de vista oficial de los países miembros de la OCDE.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to rights@oecd.org. Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at info@copyright.com or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at contact@cfcopies.com.