



DECANATO DE POSGRADO

TRABAJO FINAL PARA OPTAR POR EL TÍTULO DE:

Máster en Administración Financiera

“Análisis de la Banca de Inversión como Fuente de
Financiamiento para Impulsar las Empresas del Mercado
Dominicano”

SUSTENTANTE:

Randy Then Hernández

Matrícula: 2018-1104

ASESORA:

Dra. Iara Virginia Tejada Garcia

Santo Domingo, República Dominicana

Marzo, 2020

RESUMEN

La investigación aborda la problemática de la falta de acceso de las empresas Pymes a la banca de inversión en la República Dominicana, limitada por algunas características de índole estructural que van desde aspectos como la informalidad del sector, falta de conocimiento bursátil de la población empresarial, regulaciones muy modernas hasta el modelo de organización predominante de las empresas dominicanas que es de tipo familiar, esto representa una limitante para el desarrollo del Mercado de Valores de la República Dominicana (MVRD), ya que este modelo es diferente a los modelos tradicionales capitalistas. El cuerpo del trabajo está compuesto por tres (3) capítulos que sustentan estos hallazgos. El propósito de esta investigación es analizar las causas que están generando la baja participación de las empresas en el Mercado de Valores, comparar las ventajas y desventajas de las distintas fuentes de financiamiento dentro del mercado, sus riesgos y conocer el proceso para insertarse en el mercado de valores de la República Dominicana. Para lograr los resultados se realizó una investigación de naturaleza cualitativa, utilizando el método deductivo. Las técnicas de investigación utilizadas fueron documentales y de campo. Lo que permitió obtener una información amplia y detallada de las causas que están ocasionando la falta de desarrollo de la banca de inversión en el país.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
Capítulo I: Banca de inversión en República Dominicana.....	6
1.1 Conceptos y servicios de la banca de inversión.	6
1.2 Características de una economía financiada.....	14
1.3 Perspectivas financieras para la Región y Rep. Dom.....	16
1.4 Deuda interna y externa de la Rep. Dom.	19
1.5 El Mercado de Valores de la República Dominicana.	20
1.6 Principales Instituciones que componen el Mercado de Valores de la República Dominicana (MVRD).....	22
1.7 Desarrollo de la Bolsa de valores de la Rep. Dom.....	26
1.8 Marco jurídico de las PYMES en RD	27
1.9 Norma General 07-11 sobre retención por ganancia de capital.....	28
1.10 Requisitos para que las PYMES puedan emitir valores de renta fija .	32
Capítulo II: Diagnóstico de las PYMES y el MVRD	34
2.1 Sistemas de financiación de las SIMV en Iberoamérica	34
2.2 Fuentes de financiación de las PYMES en Iberoamérica.....	36
2.3 Infraestructura financiera de las PYMES en Iberoamérica	46
2.4 Diagnóstico del Mercado de Valores de la República Dominicana.....	48
Capítulo III: Causas de la falta de acceso a la banca de inversión en la República Dominicana.	51
3.1 Causas de la falta de acceso de las empresas a la banca de inversión.	51
3.2 Resultados de la encuesta.....	53
3.3 Fuente y Finalidad de los financiamientos	53
3.4 Tipos de Financiamiento.....	55
3.5 Tasa de interés promedio de los préstamos	55
3.6 Revisión de Opiniones y estudios con los Resultados	58

CONCLUSIONES	60
RECOMENDACIONES	62
REFERENCIAS.....	64
ANEXOS	69

LISTA DE GRÁFICOS

<u>Gráfico No.</u>	<u>Descripción</u>	<u>Página No.</u>
1	Financiamiento por tamaño de empresas en México.....	41
2	Empresas con una cuenta bancaria en países Iberoamericano.....	46
3	Empresas que usan bancos para financiarse en Iberoamérica.....	47
4	Número de cuentas de valores registradas en CEVALDOM.....	48
5	Participantes inscritos en el MVRD.....	49
6	Operaciones en el MVRD al cierre de diciembre 2019.....	50
7	Finalidad del Financiamiento.....	54
8	Tipo de Financiamiento.....	55
9	Tasa de interés promedio de los préstamos.....	56
10	Monto promedio financiado.....	56
11	Conocimiento del mercado de valores.....	57
12	Conocimiento de los beneficios del mercado de valores.....	57

LISTA DE TABLAS

<u>Gráfico</u> <u>No.</u>	<u>Descripción</u>	<u>Página</u> <u>No.</u>
1	Deuda interna y externa de la Republica Dominicana (2010-2017).....	19
2	Sistema de financiación de los países Iberoamericanos.....	35
3	Sistema de financiación de la SIMV de la (Rep. Dom.).....	36
4	Principales fuentes de financiamiento en Chile.....	38
5	Empresas con financiamiento en México.....	42

INTRODUCCIÓN

El mercado de valores de República Dominicana (MVRD) ha venido evolucionando desde sus inicios en 1980 hasta nuestros días, las emisiones que se efectúan en el mercado están reguladas por la Super Intendencia del mercado de valores (SIMV), está amparado en la Ley 249-17, integrando los objetivos y principios fundamentales de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) para regular el mercados de valores de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). “Aporta un robusto marco institucional, operativo a todas las negociaciones que se efectúan dentro de dicho mercado y abre la posibilidad de que las Sociedades de Responsabilidad Limitada (SRL), Sociedades Anónimas Simplificadas (SAS) y también las Pymes puedan usar el mercado; trae mayor nivel de transparencia y más profundidad al mercado con nuevos instrumentos. Actualmente cuenta con 17 intermediarios de valores, 23 emisores de renta variable y fideicomisos de oferta pública y 25 emisores de renta fija esto con el objetivo fundamental de buscar la diversificación con la creación de nuevos productos para ofertar al mercado”. (elDinero, 2019).

El objetivo principal del Mercado de Valores es obtener fondos para financiar actividades. Estos fondos adquiridos por los emisores se obtienen a través de la colocación inicial (Prospectos) de los valores y su respectiva suscripción por parte de los inversionistas o de los intermediarios de valores. El sistema financiero dominicano cuenta con instrumentos para la preservación de capital o inversión según el perfil de riesgo del inversionista; entre ellos, los asesores en finanzas Edgar del Toro, Javier Trullols y Manuel Fernández, citan: “certificados financieros bancarios,

mercado de capitales, valores fiduciarios, bonos corporativos o de gobierno y cuotas de fondos de inversión, entre otros”.

“El Mercado de Valores de la República Dominicana dispone de los reglamentos de gobierno corporativo y oferta pública que permiten a los sectores verlo como una vía alternativa dentro de su catálogo de financiamiento, aún tiene pendiente el reto de difundir entre los empresarios y la población una mayor información sobre los diferentes tipos de instrumentos de financiamiento que ofrece” según se especificó en el IV Foro de Inversión y Fideicomisos, (2019).

El problema consiste en la falta de acceso a la banca de inversión por las empresas locales para financiarse o preservar su capital. En la República Dominicana existen 1.4 millones de MIPYMES que representan el 98% del total de empresas, (informe de gestión 2015-2016 MIPYMES). Según la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), “en Latinoamérica existen barreras que limitan la apertura al financiamiento tradicional a las PYMES, ya que menos del 40% de estas empresas ha logrado tenerlo, en comparación al 76% de las grandes empresas. Por parte de la financiación a través del mercado de capitales, las PYMES adquieren una peculiar importancia. Las sugerencias de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD) concuerdan en sobresaltar las ventajas de estimular el mercado de valores como fuente de financiación. Pero, los límites regulatorios de este mercado impiden el fácil acceso. Estas limitaciones se originan porque las principales fuentes de financiamiento de las pymes en Iberoamérica provienen de créditos bancarios, mediante proveedores, préstamos familiares, privados y recursos propios”. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

El objetivo general de esta investigación es analizar las causas que están generando la falta de acceso al mercado de valores por las empresas locales. De igual modo, determinar cuáles son los factores que están influyendo en la baja participación del mercado y destacar cuáles son las ventajas de utilizar este mercado como fuente de financiamiento. Para lograr este fin se desarrollaron tres objetivos específicos los cuales fueron: (a) Analizar las causas que están generando la falta de acceso de las empresas locales al mercado de valores dominicano; (b) determinar los beneficios de participar en el mercado de valores y, por último, (c) analizar los riesgos que tendrían las empresas para acceder al mercado de capitales.

La metodología utilizada en esta investigación fue de naturaleza cualitativa con índole descriptiva, se indagaron los distintos portales electrónicos de las entidades regulatorias que forman el sistema financiero y el mercado de valores de la República Dominicana (MVRD). De modo que se expusieron las generalidades de la banca de inversión, se analizaron las causas que están generando la falta de acceso de las MiPymes a la banca de inversión en Latinoamérica y las características particulares de lo que dispone la República Dominicana. El método de investigación a utilizar fue el deductivo, en el cual se partió de las definiciones y leyes generales disponibles sobre el tema, para luego elaborar las conclusiones puntuales sobre el mismo. Mediante la metodología descriptiva se pudo exponer las informaciones de manera puntual con el fin de analizar minuciosamente los resultados, con el objetivo de conocer todos los aspectos que han intervenido en el desarrollo de la banca de inversión. De igual modo, la metodología analítica permitió asociar cada uno de los componentes que han incidido en la falta de acceso al mercado de valores, con el fin de comprender los términos impositivos y regulatorios de ley en el país.

El método utilizado fue el deductivo, ya que se tomó como punto de partida las informaciones generales que existen sobre el tema en estudio hasta llegar a los aspectos particulares y con ellos hacer conclusiones puntuales al respecto. Por lo cual se realizó un orden lógico a nivel general del mercado de valores hasta llegar a los aspectos específicos como son sus operaciones, los organismos que intervienen en la intermediación y funcionamiento del mercado, los tipos de régimen que utilizan y la distribución de los fondos de cada emisor. Dentro de las técnicas de investigación que fueron utilizadas están la documental, informativa debido a que se reunió toda la información relevante sobre el mercado de valores de la República Dominicana de diversas fuentes confiables. Dichas informaciones fueron organizadas y analizadas de modo que se pudo comparar si los organismos encargados de las operaciones en el mercado están cumpliendo con los términos establecidos en la ley y si están haciendo pública y de manera oportuna las transacciones del mercado.

De igual forma, se utilizó la técnica de investigación de campo, recopilando información sobre la realidad actual de la banca de inversión y el crecimiento que ha tenido en el mercado de valores, con el fin de obtener informaciones objetivas. Esta técnica permitió tener una relación directa con informantes claves sobre el mercado de valores Dominicano. La investigación de campo fue realizada a través de entrevistas estructuradas previamente con una guía de preguntas abiertas con un orden definido, buscando obtener información en forma amplia y detallada. Dichas entrevistas fueron realizadas a técnicos y directores de los puestos de bolsa que están directamente relacionados con el tema en cuestión. Estas técnicas están apoyadas en fuentes bibliográficas, documentales, tales como informes técnicos, periódicos, blogs, internet, entre otros. Las fuentes señaladas sirvieron de base para realizar una comparación entre

lo que están realizando los intermediarios de valores contra como debería hacerse según las normas correspondiente. Para desarrollar el trabajo de investigación, se puso en práctica las técnicas mencionadas anteriormente y se siguió una secuencia lógica de investigación:

1. Se recopilaron, organizaron y analizaron todas las informaciones concernientes al Mercado de Valores de la República Dominicana a nivel general con el fin de tener un conocimiento amplio y detallado del mismo y de las principales causas que están generando la falta de acceso.
2. Se realizaron entrevistas a técnicos y directores de los puestos de bolsa y superintendencia de valores, con el fin de obtener informaciones de campo más detalladas y de expertos en el área.
3. Se analizaron los datos obtenidos en dichas entrevistas, lo cual sirvió de orientación para las conclusiones de lugar.
4. Las informaciones conceptuales obtenidas de las fuentes bibliográficas y las informaciones obtenidas de las entrevistas realizadas fueron la base para establecer las conclusiones y hacer las recomendaciones pertinentes.

El trabajo de investigación consta de tres (3) capítulos: el Capítulo I – Marco teórico conceptual que define los conceptos básicos de la banca de inversión, las leyes que regulan el mercado de valores de la República Dominicana y el marco regulatorio para la competitividad y desarrollo de las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPymes); el Capítulo II que resume las actividades en el mercado de valores de la República Dominicana, los participantes, las operaciones realizadas en los últimos 8 años y el diagnóstico del mercado, el capítulo III contiene las causas de la falta de acceso a la banca de inversión según las fuentes consultadas, encuestas y entrevistas a expertos del área de puestos de bolsa en la República Dominicana, los beneficios, requisitos, las ventajas de participar en el mercado de valores y propuestas sugeridas para dinamizar el acceso por las Pymes y grandes empresas al mercado de valores.

Capítulo I: Banca de inversión en República Dominicana.

El objetivo de este capítulo es facultar al lector, de manera resumida y concisa, del conocimiento sobre los distintos conceptos relacionados a la banca de inversión, las distintas actividades y operaciones que realiza, las leyes que regulan el mercado de valores en la República Dominicana (MVRD), el marco jurídico de las MiPymes para exponer el enfoque del estudio, el régimen regulatorio en el país que sustentan el mercado de valores y los organismos que regulan las fuentes de financiamiento de los supervisores y reguladores del mercado de valores en Iberoamérica para los sistemas de financiación mixtos que es al cual pertenece la República Dominicana.

1.1 Conceptos y servicios de la banca de inversión.

La banca de inversión es el segmento del sector financiero que le permite a las personas físicas y jurídicas negociar activos financieros, representados por títulos valor que expresan derechos de propiedad sobre bienes físicos o sobre préstamos concedidos, que son transferibles mediante compra o venta en sus respectivos mercados de capital que en la República Dominicana se realizan a través del mercado de valores, o bien otros instrumentos no-títulos que también se negocian en esos mercados con las acciones. Las instituciones financieras dedicadas a este segmento del mercado han realizado esa actividad en conjunto con otros servicios que incluyen el asesoramiento, intermediación y gestión de altos patrimonios por las que han obtenido remuneraciones profesionales, comisiones y otros ingresos. destacando principalmente:

a. La emisión o underwriting de acciones y obligaciones a mercados primarios, es dirigida a grandes a las empresas del sector empresarial o personas físicas a través de una oferta;

b. La negociación de títulos o brokerage se realiza en el mercado secundario por cuenta de clientes que desean vender o adquirir los títulos;

c. La gestión de la primera oferta de acciones de empresas que desean cotizarse en la bolsa;

d. La gestión para empresas e inversores que se disponen a comprar o vender otras entidades mediante operaciones de adquisiciones o fusiones, o mediante una ofertas públicas de compra;

e. La prestación de consultoría a entidades sobre control de riesgo, gestión de riesgo, estrategia corporativa y tesorería.

f. La gestión de la riqueza de personas físicas poseedores de grandes patrimonios, mediante la inversión de ese capital en instrumentos financieros para lograr mayor rentabilidad a través del mercados de capitales. (Geisst 2012, Herring y Schuermann 2003; Markham 2002; Stowell 2010)

El mercado financiero es un mercado en el que se pueden comprar o vender activos financieros (valores o títulos), como acciones y bonos. En los mercados financieros, los fondos se transfieren cuando una parte compra los activos financieros que antes tenía otra parte. Estos mercados facilitan los flujos de fondos y, por consiguiente, permiten el financiamiento y la inversión por parte de familias, empresas y dependencias gubernamentales. (Madura, 2016).

El mercado de capitales es el mercado de instrumentos financieros (como bonos y acciones) a plazo relativamente largo (más de un año de plazo de vencimiento original). Dentro del mercado existe un mercado primario que es para nuevas emisiones, ahí se reúnen fondos mediante el flujo de ventas de nuevos valores que va de los compradores de valores (el sector ahorrador) a los emisores de valores (sector de inversión) y el mercado secundario que en este se compran y venden los valores ya existentes. (James C. Van Horne John M. Wachowicz, 2010).

Algunos conceptos que se definen en la ley 249-17 sobre el MVRD y que servirán de soporte para la comprensión de este material.

Asesoría de inversión. Esta actividad tiene el objetivo de proveer información, recomendación, opinión, análisis y consejo, en general e inclusive puede incidir sobre modalidades de inversión, mantenimiento y proporcionar asistencia para la realización de operaciones de inversión en el mercado de valores.

Financiarización es un término que describe un sistema o proceso económico que intenta reducir todo el valor intercambiado (tanto tangible como intangible, tanto promesas futuras como presentes, etc.) a un instrumento financiero o a un instrumento financiero derivado. El propósito original de la financiarización es lograr reducir cualquier producto del trabajo o servicio en un instrumento financiero intercambiable, como una divisa, y así hacer que sea más sencillo para las personas comercializar estos instrumentos financieros.

Acciones. Valores de renta variable que representan una parte de proporción del capital social de una sociedad anónima y que podrán ser ordinarias, también llamadas comunes, o preferidas.

Bonos. Valores de renta fija emitidos por personas jurídicas a un plazo mayor a un año.

Colocación. Acto mediante el cual se pone a disposición del público valores objeto de una oferta pública ya autorizada y registrada, para su adquisición o suscripción en el mercado primario.

Deuda subordinada. Valores de renta fija cuyo pago por parte del emisor está supeditado a que se haya satisfecho previamente las obligaciones derivadas de otras deudas preferentes y comunes de la entidad.

Calificación de riesgo. Es la opinión especializada y técnica emitidas por las sociedades calificadoras de riesgo.

Corredor de valores. Es la persona física que para realizar sus actividades con valores de oferta pública depende directamente de un intermediarios de valores.

Emisión. Son los valores negociables homogéneos entre sí, que provienen del mismo emisor y le atribuye al poseedor un contenido similar de determinados derechos y obligaciones, que forman parte de una operación financiera y que responden a una unidad de propósito.

Emisor. Persona jurídica o física que se inscribe en el Registro del Mercado de Valores para ejercer una oferta pública de valores, previamente autorizada por la Superintendencia.

Emisor diferenciado. Están representados por el Banco Central de la República Dominicana, el Gobierno Central de la República Dominicana, los organismos multilaterales de los cuales la República Dominicana forma parte, los gobiernos y bancos centrales extranjeros, cuyos valores se negocian en la República Dominicana bajo condiciones de reciprocidad.

Mecanismos centralizados de negociación. Son sistemas transaccionales y multilaterales que, a través de unas determinadas reglas de admisión, transparencia, actuación, cotización, y convergencia de participantes, agrupan o interconectan simultáneamente a varios compradores y vendedores, con el objeto de negociar valores de oferta pública y publicar información al mercado sobre dichas transacciones.

Fideicomiso es el acto mediante el cual los fideicomitentes, transfieren derechos de propiedad u otros derechos personales o reales, a una o varias personas jurídicas, que se denominan fiduciarios, para la constitución de un patrimonio fideicomitado, cuya administración o ejercicio de la fiducia será realizada por el o los fiduciarios según las instrucciones del o de los fideicomitentes, en favor de una o varias personas, llamadas fideicomisarios o beneficiarios, con la obligación de restituirlos a la extinción de dicho acto, a la persona designada en el mismo o de conformidad con la ley. El fideicomiso está basado en una relación de voluntad y confianza mutua entre el fideicomitente y el fiduciario, mediante la cual este último administra fielmente los bienes fideicomitados, en estricto apego a las instrucciones y a los requerimientos formulados por el fideicomitente, según la ley no. 189-11.

Valores de fideicomiso: Son los valores emitidos con cargo al patrimonio de fideicomiso previamente constituido para ese fin. Estos valores permiten a los inversionistas que lo poseen un derecho o parte alícuota, el cual se representa por medio de participaciones fiduciarias. Los valores de fideicomiso no tienen rendimiento fijo, sino que son el resultado de las utilidades o pérdidas que genere el fideicomiso.

Valores representativos de capital: Son aquellos que otorgan a sus tenedores derechos sobre el patrimonio de una sociedad, tales como las acciones emitidas por sociedades anónimas.

Valores representativos de deuda: Son títulos originarios del pasivo y representan una obligación por pagar del emisor, tales como los bonos, papeles comerciales, certificados, cédulas hipotecarias y otros.

Valores titularizados: Son aquellos valores de oferta pública emitidos por la compañía titularizadora con cargo a un patrimonio separado, dentro de un proceso de titularización.

Mercado OTC. Es el mercado que se desarrolla fuera de los mecanismos centralizados de negociación con valores de oferta pública de acuerdo a lo establecido en esta ley.

Mercado Primario de Valores. Es donde se colocan por primera vez las emisiones de valores de oferta pública en el mercado de valores para financiar las actividades de los emisores.

Mercado Secundario de Valores. Es donde se realizan todas las operaciones, transacciones y negociaciones de valores de oferta pública, emitidos y colocados previamente.

Oferta pública. Es toda emisión directa o indirecto, realizada por cualquier persona al público en general o a sectores o grupos específicos de éste, a través de cualquier medio de comunicación o difusión, para que adquieran, enajenen, suscriban, o negocien individualmente un número indeterminado de valores.

Participante del mercado de valores. Es la persona física o jurídica hábil para participar del mercado de valores, ya que cuenta con el registro del Mercado de Valores que esta regulado por la SIMV.

Patrimonio autónomo. Es el patrimonio de propósito exclusivo, sin personalidad jurídica, independiente, inembargable, y separado, tanto jurídica como contablemente, del patrimonio, tanto de la persona jurídica que lo administra como de cualquier otro patrimonio que ésta administre.

Patrimonio separado. Es un patrimonio autónomo constituido por una sociedad titularizadora dentro de un proceso de titularización.

Promotor de inversión. Es la persona física o jurídica que cumple la función principal de orientar a potenciales aportantes para la adquisición de cuotas de los fondos de inversión abiertos.

Prospecto de emisión. Es un documento escrito de carácter público que contiene las características concretas de los valores que se ofrecen y, en general, los datos e información relevante respecto del emisor y de los intervinientes del proceso de oferta pública.

Titularización. Es el proceso que consiste en el agrupamiento o empaquetamiento de bienes o activos generadores de flujos de caja, mediante la creación de un patrimonio separado administrado por una sociedad titularizadora, o de un fideicomiso de oferta pública administrado por un fiduciario autorizado.

Valor. Es un derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, que incorpora un derecho literal y autónomo que se ejerce por su titular legitimado. Quedan comprendidos dentro de este concepto, los instrumentos derivados que se inscriban en el Registro del Mercado de Valores.

Valores de renta variable. Son valores que otorgan a sus titulares, derechos o partes alícuotas de participación sobre el patrimonio del emisor a prorrata de la inversión, siendo el rendimiento variable en forma de ganancias de capital o distribuciones periódicas de dividendos, según la política de dividendos establecida.

Valores de renta fija. Son valores representativos de deuda procedentes del pasivo del emisor, cuyo rendimiento no depende de sus resultados financieros, por lo que le representan una obligación de restituir el capital invertido más un rendimiento predeterminado, en los términos y condiciones señalados en el respectivo valor.

1.2 Características de una economía financiada.

Las características de una economía financiada dependen del marco teórico utilizado para explicarla. Lapavitsas (2011), Panceira (2011) y Soto (2013), ofrecen un marco de referencia interesante para analizar la Financiación de la economía dominicana. Basado en varias de sus posiciones, la idea es mostrar algunos hechos explicativos relevantes. El objetivo final aquí es demostrar que la economía dominicana no está exenta de la Financiarización en todo el mundo y que la economía, especialmente su sistema financiero, muestra rasgos inherentes al proceso de financiación, lo que podría ralentizar el progreso del desarrollo en el país.

Para Lapavitsas (2011), la financiación significa que las empresas gravitan hacia mercados financieros abiertos. En consecuencia, como resultado de la liberalización de las cuentas de capital en los países en desarrollo, estos países han experimentado intensamente los efectos de la financiación, principalmente en forma de una gran afluencia de capital en forma de inversión extranjera directa (IED) e inversión en carteras de valores extranjeros. Como tal, grandes cantidades de capital internacional fluyen de los países desarrollados en busca de mercados rentables, especialmente los países en desarrollo.

Una economía financiada, en el contexto de América Latina, para Soto (2013), se caracteriza por las siguientes aspectos, entre otras:

- a) Gracias a la apertura financiera, las tasas de interés ya no sirven como un punto de referencia de la productividad nacional y se establecen, en parte, al considerar los mercados financieros internacionales y, especialmente, las tasas de la Reserva Federal, lo que significa que la

relación funcional entre la tasa de interés y la tasa de ganancia desaparece.

- b) La competencia por el dinero entre el sector público y el privado impide que los sectores más dinámicos obtengan financiamiento del mercado, distorsionando los precios de los activos financieros y no financieros y influyendo en el comportamiento de los agentes económicos participantes.
- c) El cambio en el patrón de financiación, a través de la privatización - exteriorización del sistema bancario en la región, que pasó de un modelo tradicional a uno en el que las filiales corporativas adoptaron las prácticas financieras de sus empresas matrices extranjeras, alejándose de la inversión productiva, provocó un profundo estancamiento económico. Las grandes empresas, como resultado de la presión para aumentar las ganancias, se han movido hacia la financiación, estimulando la pérdida de funciones productivas (inversión-empleo), que han sido suplantadas por funciones financieras (la comercialización de acciones de pasivos y activos).
- d) La desregulación y la liberalización en toda la región han reducido los canales de financiación, excepto en el segmento empresarial transnacional. Además, el modelo financiero neoliberal apunta a la privatización de la eliminación del sector bancario de desarrollo público por completo, cuyo objetivo es otorgar crédito al sector productivo nacional, ya que los impulsores de las reformas hechas a estas instituciones son ineficientes y bastante improductivos y aumentar el déficit público, por lo que deberían dejar de operar, o deberían adoptar prácticas financieras privadas, como el uso de derivados.
- e) Las innovaciones financieras han llevado a los estados a hacer la vista gorda a la planificación y a depender mucho de la inversión extranjera y los ingresos provenientes de las materias primas exportadas, incluidas otras fuentes de ingresos. Las pequeñas y medianas empresas (PYME)

deben ser financiadas por sus proveedores o por los circuitos financieros informales. Esto significa sistemas financieros heterogéneos, donde prácticamente solo las grandes empresas disfrutan del acceso al crédito, tanto público como privado, y las PYME que luchan por obtenerlo, lo que hace imposible construir un mercado interno con sus beneficios multiplicativos, con el propósito final siendo desarrollo humano. (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), 2019)

1.3 Perspectivas financieras para la Región y Rep. Dom.

El contexto financiero actual en la región está impregnado por los efectos de la crisis financiera internacional desatada a fines de 2007. Para Girón (2011), la crisis financiera regional y su impacto en el financiamiento del desarrollo en América Latina preceden a la crisis financiera actual. La profundización de las reformas financieras, en un grado diferente en cada país, ha debilitado la capacidad de la zona para enfrentar la volatilidad tanto en los mercados financieros como en los mercados de productos primarios de exportación. Los circuitos financieros latinoamericanos pertenecen a los circuitos financieros internacionales. El régimen de acumulación financiera en la región es un hecho evidente, de tal manera que, como afirma el autor, los intermediarios financieros han logrado que el crecimiento en las últimas tres décadas en la región permanezca por debajo del de otras regiones, especialmente en comparación con las tasas en el Países asiáticos. (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), 2019)

Siguiendo los pasos de Vidal y Marshall (2016), surgen varias características que encajan perfectamente en el escenario de la región y la República Dominicana, a raíz de las políticas del Consenso de Washington, promovidas por bancos en los Estados Unidos e instituciones multilaterales como el FMI, además con el apoyo de grandes segmentos de negocios y

grupos financieros en América Latina, que cambió fundamentalmente las estructuras de las economías de la región.

Una de las características más destacadas es la pérdida de soberanía económica en una gran franja de la región, visto principalmente a través de:

a) la independencia de los bancos centrales en muchos países ha alejado la política monetaria de muchas de las principales necesidades de sus economías nacionales.

b) una promesa de eliminar los déficits fiscales, lo que, especialmente en tiempos de crisis, implica una abdicación de la política fiscal.

c) la transformación de los sistemas financieros, dominados por la banca pública en sistemas caracterizados por la presencia sistémica de la banca extranjera, evitar que los países tengan una política crediticia nacional consistente. Además, existe una restricción en el desarrollo del crédito bancario en moneda nacional, produciendo un circuito que hace necesario recurrir al crédito extranjero⁶ y a las inversiones, realizadas por las grandes empresas de la región, en bonos en moneda extranjera. (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), 2019)

Tras las ideas anteriores, cuando se trata de países en desarrollo, Paineira (2011) ofreció una caracterización del proceso de financiación. Lo que destaca es que desde 2000, particularmente, cuando se trata de los Estados Unidos, de los cuales la República Dominicana todavía depende mucho, los flujos internacionales de capital han despegado. Los países en desarrollo también han acumulado enormes reservas en moneda extranjera, con un flujo neto de capital de los países en desarrollo a los países industrializados. Como parte de este proceso, a medida que las transacciones financieras entre inversionistas nacionales y extranjeros se suavizaron, tanto la deuda interna como la externa se dispararon. En palabras del autor, el desarrollo de la economía capitalista estimuló el

surgimiento del sistema financiero de manera endógena, lo que a su vez provocó un desarrollo aún más capitalista.

El resultado de todo este proceso, desde 1990, según el autor anterior, es que, en los países en desarrollo, ha habido un aumento en los activos financieros con respecto al producto interno bruto (PIB); Además, la deuda externa a corto plazo se ha disparado. El resultado es la intensificación de la explotación financiera de los países en desarrollo, estimulada en parte por la magnitud de los costos sociales de tener reservas en moneda extranjera.

En el caso de la República Dominicana, desde la perspectiva de la financiación comenzó con el trampolín de financiación descrito anteriormente, incluyendo los siguientes rasgos de la evolución del sistema financiero dominicano en los últimos años, compuesto principalmente por el subsistema bancario y el subsistema bursátil, el último de los cuales consiste en la Bolsa de Valores de la República Dominicana (BVRD). Esta evolución tuvo lugar en un entorno definido por el conjunto de políticas económicas derivadas de los acuerdos stand-by firmados con el FMI desde 1985, cuando se realizó el primero de estos acuerdos.

En términos generales, el crecimiento es del 678.5%, considerando el volumen de los activos financieros en el sistema financiero dominicano, pasando de 175,224.40 millones de pesos dominicanos a 1,645,481.59, en el período comprendido entre diciembre de 2000 y marzo de 2018. En lo que respecta a la diversificación, agregó Para el conjunto de instrumentos financieros tradicionales, en la actualidad, se encuentra la emisión de instrumentos de renta fija y variable, tanto públicos como privados, que BVRD ofrece a los inversores. (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), 2019)

1.4 Deuda interna y externa de la Rep. Dom.

Otro aspecto importante de los cambios introducidos por la financiarización en el modelo económico de la República Dominicana se refiere a los cambios en la estructura de la deuda, impulsados tanto por el diseño de la política monetaria como por la expansión de la política fiscal en sí. Dados los compromisos con los precios y la estabilidad del tipo de cambio, la esterilización ha sido el principal mecanismo utilizado por las autoridades monetarias dominicanas para contrarrestar las consecuencias inflacionarias de la afluencia de capital extranjero proveniente de la acumulación de reservas internacionales.

La consecuencia es que el aumento de la deuda interna en los países en desarrollo que emana del proceso de financiarización es también visible en el caso de la República Dominicana (ver Tabla 1). Entre 2010 y 2017, la deuda pública interna aumentó 5.3%, pasando a representar el 14.4% del PIB (10.7223 millones de dólares). (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), 2019)

Tabla No. 1: *Deuda interna y externa de la Rep. Dom. (2010-2017).*

Año	Interna	Externa	Total	% D. Pub/PIB	% D. Int/PIB	% D. Ext/PIB
2010	4,871.10	9,947.00	14,818.10	27.60	9.10	18.50
2011	4,967.50	11,625.60	16,593.10	28.50	8.50	19.90
2012	6,591.70	12,871.60	19,463.30	32.20	10.90	21.30
2013	8,284.40	14,919.40	23,203.80	37.90	13.50	24.40
2014	7,734.60	16,074.50	23,809.10	37.20	12.10	25.10
2015	7,907.60	16,246.10	24,153.70	35.10	11.50	23.60
2016	9,190.80	17,567.10	26,757.90	36.90	12.70	24.30
2017	10,722.30	18,821.30	29,543.60	38.90	14.40	24.80
Variación	5,851.20	8,874.30	14,725.50	11.30	5.30	6.30

Fuente: *Elaboración propia, datos extraídos de (Oficina de crédito, R.D.), 2018.*

1.5 El Mercado de Valores de la República Dominicana.

Conforme a la Ley No. 249-17, promulgada por el congreso nacional el diecinueve (19) de diciembre de dos mil diecisiete (2017) que regula el Mercado de Valores en la República Dominicana (MVRD), establece en su artículo 3 que: “el mercado de valores es en el que se realizan la oferta y demanda de valores organizado en mecanismos centralizados de negociación como CEVALDOM y en el Mercado Over the counter (OTC), para permitir el proceso de colocación, emisión y negociación de valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores, bajo la supervisión de la SIMV.

Según el Art. 1: dicha ley tiene como principal objetivo supervisar, regular, desarrollar y promover un mercado de valores ordenado, eficiente y transparente, con la finalidad de proteger los derechos e intereses del público inversionista, minimizar el riesgo sistémico, fomentar una sana competencia y preservar la confianza en el mercado de valores, estableciendo las condiciones para que la información sea veraz, suficiente y oportuna, con la finalidad de contribuir con el desarrollo económico y social del país. El Art. 2: establece que la ley es aplicable para todas las personas jurídicas y físicas que realicen operaciones, actividades y transacciones en el MVRD, con valores de oferta pública que se oferten o negocien en el territorio nacional”. Fuente: Ley No. 249-17.

El MVRD se rige por la Constitución de la República, la Ley 249-17, los reglamentos y resoluciones que dicten el Consejo Nacional del Mercado de Valores (“Consejo”) y la Superintendencia del mercado de valores (SIMV), en el área de sus respectivas competencias. Para lo no previsto en las normas anteriores, se aplican las disposiciones generales

del derecho administrativo, la legislación societaria, comercial, monetaria y financiera, de fideicomiso, el derecho común y los usos mercantiles. (Castillo, 2018)

“En el Mercado de Valores es la plataforma donde se negocian las letras, los bonos, acciones, certificados, fondos de inversiones, obligaciones, o algún otro instrumento derivado de estos, tales como: opciones, forwards, swaps y permutas. En la actualidad, en el MVRD, principalmente se negocian instrumentos de deuda (conocidos como instrumentos de renta fija).” (CCI Puesto de Bolsa, 2020).

El superintendente del Mercado de Valores, mediante la segunda resolución de fecha 5 de abril de 2019 aprobó la “primera Emisión de Acciones de Renta Variable en el país”, un hecho histórico para el MVRD, la cual se realizará mediante la oferta pública denominado “Fideicomiso de Oferta Pública de Valores Accionario Rica 03 – FU” y con una fecha de vencimiento de treinta (30) años contados a partir de la fecha de emisión de los valores. Dichos valores otorgan a los inversionistas que los adquieren un derecho o partes alícuotas de participación sobre el patrimonio del fideicomiso a prorrata de la inversión, lo que significa que su rendimiento es variable en función de las utilidades o pérdidas que genere el fideicomiso de la administradora del fideicomiso Fiduciaria Universal y de los puestos de bolsa colocadores autorizados para esta misión Inversiones Popular y CCI puestos de bolsa, se convirtió en la línea que marca el antes y el después en las emisiones de renta variable en República Dominicana. (elDinero, 2019).

El presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, Sebastián Albella, quien dictó la conferencia “Procesos de salida a bolsa desde la óptica del supervisor: experiencias de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores)”, declara que cotizar en bolsa solo tiene ventajas.

“Estar en bolsa significa que las empresas deben ser más transparentes, suministran más información al mercado en general, no solo al de valores. Salir a bolsa implica que las compañías tienen más capacidad de hacerse corporativas”, indica Albella. Agrega que estar en la bolsa supone prestigio de imagen y marca, además de dar confianza al mercado en general y a los operadores financieros. Sin embargo, el experto aclara que salir a bolsa también implica mayores obligaciones para las empresas. “Obligaciones de reportes financieros. Las empresas tienen que registrar su información financiera anual”, puntualiza. (elDinero, 2017).

1.6 Principales Instituciones que componen el Mercado de Valores de la República Dominicana (MVRD).

Superintendencia del Mercado Valores de la Republica Dominicana, fue creada en el año 2000 mediante la ley de mercados de valores 19-00, es una institución autónoma, con patrimonio propio, sus principales funciones son:

- a) Supervisora: Es la encargada del control y la vigilancia de que se cumplan las normas y los reglamentos.
- b) Normativa: Actuar como órgano regulador, crea las normas para el mercado y todas las entidades que lo componen.

- c) Sancionadora: Está facultada para aplicar sanciones frente al incumplimiento o violación del marco regulatorio.
- d) De desarrollo y promoción de los mercados: Goza de la capacidad de promover iniciativas para la creación de nuevos productos e instrumentos y su difusión.

Bolsa de Valores de la República Dominicana (BVRD), nace en el año 1988 mediante el decreto 544-88 como La Bolsa de Valores de Santo Domingo, Inc., para el 1997 dado su crecimiento operativo a nivel nacional, se le cambio el nombre a Bolsa de Valores de la República Dominicana, sus principales funciones son:

- a) Proveedor de los servicios de sistemas e infraestructuras que facilitan la interacción de la oferta y la demanda de valores.
- b) Creación de los mercados primarios y secundarios que promueva y facilite la canalización del ahorro hacia la inversión mediante la comercialización de títulos valores.
- c) Autoriza a los representantes de los puestos de bolsas a actuar como corredor de las negociaciones que se realicen y autoriza las inscripciones de las emisiones de valores previamente aprobadas y registradas por la Superintendencia de Valores para su cotización.
- d) Disponer para el público las informaciones sobre los valores cotizados en su plataforma referente a los emisores, intermediarios de valores y a sobre las transacciones bursátiles realizadas, incluyendo los montos totales negociados y las cotizaciones.
- e) Trazar, establecer y cumplir normas y políticas para la prevención y control del lavado de activos.

Central de Valores de República Dominicana (CEVALDOM), fundada en el 2003, es la única entidad autorizada para ofrecer los servicios de depósito centralizado de valores en el país, por tanto, toda inversión que se realice en el mercado de valores dominicano será mediante la apertura de una cuenta de corretaje en esta institución.

Sus principales accionistas son: La Bolsa de Valores con una participación accionaria de un 33%, el Banco de Reservas de la República dominicana con un 30%, Banco Múltiple BDH León con un 12% y el Banco Popular Dominicano también con un 12%; principales funciones:

- a) Custodia de los documentos que respaldan la emisión.
- b) Registro de cuentas contables.
- c) Agente de pago de cupones y capital de la emisión.

Puestos de Bolsas miembros de BVRD: Instituciones creadas por el Decreto No. 544 del año 1988, Inician sus operaciones el 12 de diciembre de 1991, son los actores del contacto directo con los usuarios, emisores e inversionistas, encargadas de la intermediación de valores objeto de oferta pública, que pueden operar en el mercado bursátil y extrabursátil; dentro de sus funciones más importantes podemos destacar:

- a) Propiciar la formación de la oferta y demanda de valores.
- b) Difundir oportunamente al público informaciones relevantes del mercado de valores.
- c) Colocación en el mercado primario.
- d) Intermediario en el mercado secundario.
- e) Asesor en materia de valores, estructuración de fusiones, adquisiciones y otros servicios que establezca la superintendencia.

El puesto de bolsa United Capital fue galardonado por alcanzar más de un 30% de participación en el mercado secundario bursátil de renta fija con

monto de RD\$38,000 millones durante el primer semestre del 2019, según las estadísticas de la Bolsa de Valores de República Dominicana, forma parte por sexto año consecutivo del Programa de Creadores de Mercado del Ministerio de Hacienda.

Administradoras de Fondos de Inversión (AFI): es una sociedad encargada de administrar los aportes reunidos de personas físicas y jurídicas conformados en patrimonios comunes, es el tercer experto responsable de la gestión y administración del portafolio de inversión, busca obtener la mayor rentabilidad, observando los niveles de riesgo y controlando los costos generados al fondo, sus funciones principales son:

- a) Administrar fondos mutuos o abiertos y fondos cerrados de inversión.
- b) Efectuar transacciones con valores, como la adquisición, transferencias o fusión de activos de un fondo con los de otro fondo o con el suyo propio.
- c) Ofertar y Demandar préstamos a los fondos que administre.
- d) Mantener en custodia o salvaguardar fuera de las entidades que ofrezcan el servicio de depósito centralizado de valores, los valores de los fondos que administre.
- e) Participar en la administración, asesoramiento, dirección u otro cargo que no sea el de accionista, en aquellas compañías en que un fondo tenga inversiones.

Al cierre del segundo trimestre 2019, los activos bajo administración de los fondos de inversión totalizaron US\$937 millones o RD\$47.6 mil millones de pesos, equivale aproximadamente a un 1.11% del PIB criollo y muestra un crecimiento mensual de 6.84%.

1.7 Desarrollo de la Bolsa de valores de la Rep. Dom.

El BVRD representa otro instrumento de financiación, y su crecimiento ha sido notable. Desde el 10 de octubre de 2003, que fue cuando la Superintendencia de Valores le concedió la facultad para operar e ingresar al Registro del Mercado de Valores, después de haber completado los requerimientos fijados en la Ley del 249-17 y el reglamento de las disposiciones y aplicación establecido en la primera resolución del consejo nacional de valores el 17 de diciembre de 2002. Desde del 2003 y hasta el 28 de abril de 2005, se suspendieron las transacciones de acciones para poder reestructurar el mercado. Las transacciones se reactivaron el 18 de abril de 2005 con la salida al mercado de una emisión en pesos de bonos empresariales de la empresa Leasing Popular por un monto aprobado de RD\$1,500,000,000.00 y luego en junio del 2005 salió al mercado una emisión en dólares, también de la empresa Leasing Popular, por el monto de US\$12,000,000.00. (Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), 2018).

El 21 de diciembre del 2017, se promulga La Ley 249-17, la cual abre la posibilidad de que las Sociedades de Responsabilidad Limitada (SRL), Sociedades Anónimas Simplificadas (SAS) y también las Pymes puedan participar en el mercado; trae mayor nivel de transparencia y más profundidad al mercado con nuevos instrumentos.

1.8 Marco jurídico de las PYMES en RD.

El marco jurídico de las MIPYMES está regulado por la siguiente Ley y los Reglamentos:

La Ley 488-08: Sobre las regulaciones para competitividad y desarrollo de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES), de fecha 19 de diciembre del 2008.

Reglamento de aplicación de la Ley 187-17 de fecha (28/07/2017), sobre la clasificación y el registro de las Micro, Pequeñas y medianas Empresas (MIPYMES), atendiendo al número de trabajadores y al volumen de ventas y establecer un registro empresarial a cargo del Ministerio de Industria y Comercio a través de la modificación de la ley No. 488-08 que establece las regulaciones para el competitividad y desarrollo de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES).

El Reglamento de Microcréditos, aprobado por la Junta Monetaria mediante su Segunda Resolución de fecha 14/08/2014, que tiene por objeto establecer los lineamientos para el otorgamiento y administración de microcréditos y, la metodología que deben seguir las entidades de intermediación financiera, para evaluar y mitigar el riesgo de crédito asociados a sus operaciones de microcrédito, el cual fue modificado por la Primera Resolución de fecha 17/05/2018.

El Reglamento de Protección al Usuario de los Productos y Servicios Financieros, el cual estableció Junta Monetaria a través de su Primera Resolución de del de fecha 05/02/2015. A diferencia de la anterior clasificación, la ley No. 187-17 ha definido a las micro, pequeñas y medianas empresas como una entidad económica, realizada por persona

natural o jurídica, en actividades industriales, industriales, agropecuarias, de servicio o comerciales, urbano o rural, que responda a las siguientes categorías y descarta el reglón de activos como un atributivo para segmentar. De esta forma, el contraste de esta actualización legislativa queda de la siguiente forma:

MICROEMPRESA: a) Hasta 10 trabajadores; y b) ventas brutas anual de hasta ocho millones de pesos dominicanos (RD\$8, 000,000.00).

PEQUEÑA EMPRESA: a) De 11 a 50 trabajadores; y b) ventas brutas anual de hasta cincuenta y cuatro millones de pesos dominicanos (RD\$54, 000,000.00).

MEDIANA EMPRESA: a) 51 a 150 trabajadores; y b) ventas brutas anual de hasta doscientos dos millones de pesos dominicanos (RD\$202, 000,000.00).

1.9 Norma General 07-11 sobre retención por ganancia de capital.

Designa como agente de retención del **impuesto sobre la ganancia de capital** a las personas jurídicas, sociedades o empresa que adquieran acciones o cuotas sociales, **la retención aplicable será del 1% del valor pagado al vendedor de las acciones o cuotas**, ya sea éste persona física, jurídica, nacional o extranjero. Esta retención constituye un pago a cuenta del impuesto sobre la renta de capital que deberá pagar el vendedor de las acciones o cuotas sociales a más tardar el día 10 del mes siguiente que realice el pago al vendedor, en el formulario utilizado para la liquidación y pago de otras retenciones y retribuciones complementarias.

Según el Art. 2 de la norma cuando el vendedor disponga de documentación que sustente que no se producirá una ganancia de capital, o que la aplicación de una retención del 1% sobre la totalidad del ingreso recibido por la venta de las acciones o cuotas sociales le generaría una pérdida de capital podrá solicitar a la DGII ser liberado de la retención, esta solicitud deberá ser realizada a más tardar 30 días antes del vencimiento de la fecha límite para el pago de la retención, adjuntando documentos que justifiquen su solicitud.

El incumplimiento de las disposiciones contenidas en esta Norma General constituye una violación a las obligaciones tributarias y a los deberes formales sancionada por el Artículo 257 del Código Tributario de la República Dominicana con una multa de cinco (5) a treinta (30) salarios mínimos.

Párrafo I. Esta sanción es independiente de las sanciones accesorias de suspensión de concesiones, privilegios, prerrogativas y ejercicio de actividades o clausura de locales, según se establezcan las circunstancias agravantes en el caso. Párrafo II. En los casos de incumplimientos de los deberes formales referentes a la remisión de información a la Administración Tributaria, en adición a la multa establecida en la parte principal de este artículo, podrá aplicarse una sanción de un cero punto veinticinco por ciento (0.25%) de los ingresos declarados en el período fiscal anterior.”

Ley No. 479-08 sobre las Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada.

Sobre las reglas comunes a todas las sociedades anónimas que incursan en el mercado de valores en el Art 265. (Modificado por la Ley

31-11, de fecha 11 de febrero de 2011) establece que la Superintendencia de Valores podrá intervenir las sociedades anónimas que incursionen en el mercado de valores con el objeto de fiscalizar sus operaciones.

Esta intervención podrá ser realizada cuando así lo soliciten, con justo mérito, accionistas que representen por lo menos la décima parte (1/10) del capital suscrito y pagado, o, de oficio cuando surjan situaciones que la ameriten. Párrafo I.- Presentada la solicitud, esta entidad podrá recabar información al órgano de administración de la sociedad y a los comisarios de cuentas. De disponerse la intervención fiscalizadora, ella se limitará al contenido estricto de la solicitud.

Párrafo II.- El procedimiento de intervención de la Superintendencia de Valores, así como la ejecución de las facultades generales de control previstas en este apartado, serán establecidos mediante el Reglamento de Supervisión de las sociedades anónimas que incursionen en el mercado de valores. Párrafo III.- Si en la intervención efectuada por la Superintendencia de Valores existieran irregularidades en el manejo de los fondos sociales provenientes del mercado de valores, además de las sanciones administrativas que pueda establecer en el reglamento antes referido, podrá presentar denuncia ante el Ministerio Público. Párrafo IV.- La Superintendencia de Valores guardará reserva sobre todos los actos en que intervenga. La obligación de guardar reserva se extenderá a sus funcionarios bajo pena de destitución y sin perjuicio de las responsabilidades que correspondan”.

Artículo 266. (Derogado por la Ley 31-11, de fecha 11 de febrero de 2011) La Superintendencia de Valores, en los casos en que proceda su intervención, estará facultada para disponer:

- a) La suspensión de las resoluciones de los órganos de la sociedad contrarias a la ley, a los estatutos o a los reglamentos y normas dictados por la Superintendencia de Valores;
- b) La intervención de su administración, en los casos de grave violación de la ley o de los estatutos sociales;
- c) La recomendación de medidas correctivas a los administradores, otorgando un plazo prudencial al efecto, cuando, a su juicio, existan irregularidades en el manejo de los fondos sociales, o sean excesivas las erogaciones de la sociedad por sueldos de sus funcionarios, cuentas de publicidad o cualquier otra. En caso de que estas recomendaciones no sean acogidas, la Superintendencia de Valores podrá convocar a la asamblea general de accionistas y solicitar a ésta la destitución de los administradores. Si hay evidencia de la comisión de fraudes sancionados por las leyes penales, la Superintendencia de Valores podrá presentar denuncia ante el ministerio público;
- d) La disolución y liquidación de la sociedad, cuando se compruebe fehacientemente la producción de una causal de disolución y la sociedad no la haya promovido. Fuente: (Ley no. 479-08).

1.10 Requisitos para que las PYMES puedan emitir valores de renta fija.

Según la Superintendencia del Mercado de Valores, de conformidad con el artículo 34 del Reglamento de Oferta Pública (R-CNMV-2019-24-MV), las PYMES podrán emitir valores de renta fija presentando la información siguiente:

- a) Información financiera de los dos (2) últimos años previos a la solicitud de autorización. Los estados financieros del último “o deberán estar auditado por un auditor externo inscrito en el Registro. El formato de los estados financieros del penúltimo año debe permitir la comparación de ambos ejercicios.
- b) Los estados financieros interinos correspondientes al último trimestre acumulado previo al depósito de la solicitud de autorización.
- c) Modelo del acto auténtico para cada emisión a generarse dentro del programa de emisiones en el cual se hagan constar los valores a representarse mediante el sistema de anotación en cuenta.
- d) Contrato del programa de emisiones a suscribir con el representante de la masa de obligacionistas.
- e) Original del acta o documento equivalente que autoriza la oferta pública por parte del órgano correspondiente.
- f) Certificación de empresa PYME emitida por el Ministerio de Industria, Comercio y MIPYMES.
- g) Calificación de riesgo del emisor, si aplica, conforme lo establecido en el Párrafo III del artículo 32 (Calificación de los instrumentos financieros objeto de una oferta pública) del presente Reglamento.
- h) Prospecto de emisión PYMES el cual deberá incluir lo establecido en el instructivo emitido por la Superintendencia.

- i) Otros requisitos establecidos en el instructivo que emita la Superintendencia.

Párrafo I. En toda documentación referente a la oferta pública, el emisor debe identificarse claramente como una entidad PYME.

Párrafo II. En caso de que la sociedad posea un período de operaciones inferior a dos (2) años, deberá remitir, bajo las formalidades establecidas, los estados financieros auditados por el tiempo que tengan operando. Asimismo, deberá depositar un adecuado Plan de Negocios que incluya un estudio de factibilidad que contribuya a una formada toma de decisión de inversión del público al que se dirige la oferta. Adicionalmente, en el prospecto de emisión se incluirá una explicación detallada de las razones que justifican esta remisión por un período inferior.

Párrafo III. Cuando un emisor deje de considerarse PYME, le seguirán aplicando las obligaciones establecidas para un emisor PYME mientras permanezcan vigentes cualquiera de sus emisiones registradas previo a su cambio de condición. Sin embargo, en caso de que deposite una nueva solicitud de autorización de oferta pública deberá cumplir con los requerimientos y obligaciones aplicables a un emisor sin condición de PYME establecidas en el presente Reglamento.

Capítulo II: Diagnóstico de las PYMES y el MVRD.

2.1 Sistemas de financiación de las SIMV en Iberoamérica.

En la República Dominicana el mercado de valores se representa por el segmento de mercado donde intervienen la oferta y demanda de valores entre los emisores e inversionistas. (Blog Tivalsa, 2016)

Según los Principios de IOSCO, “el regulador deberá tener los poderes adecuados, los recursos apropiados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes”. (International organization of Securities Commissions, 1998).

Lo que significa que tanto los reguladores como los supervisores del mercado deben estructurar una financiación sostenible y apropiada para llevar a cabo sus operaciones de manera eficiente e independiente acorde con las legislaciones de su país de origen. El gobierno por su parte debe velar por el control y la reducción de los costos regulatorios. (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), 2019).

Las Superintendencias del mercado de valores (SIMV) en Iberoamérica utilizan tres (3) tipos de sistemas para financiar su infraestructura institucional.

a) **Sistema Estatal**, las SIMV financian el total de sus recursos a través del Estado.

b) **Sistema Mixto**, los organismos supervisores se financian a través de recursos públicos por medio de cobros a las empresas reguladas o privadas y a través del estado.

c) **Sistema Autónomo**, las SIMV se financian con recursos que provienen de montos que se cobran por tarifas, derechos y cuotas a las empresas reguladas acorde a la jurisdicción del país. (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), 2019).

Según se muestra en la table no. 2 la mayor parte de los países Iberoamericanos tienen un sistema mixto y entre ellos se puede destacar la República Dominican.

Tabla No. 2: *Sistemas de financiación de los países Iberoamericanos.*

Sistema Estatal	Sistema Mixto	Sistema Autónomo
Brazil Ecuador	Argentina Costa Rica Chile España Guatemala Honduras Nicaragua Paraguay Perú República Dominicana Venezuela	Bolivia Colombia El Salvador México Panamá Portugal

Fuente: *Elaboración propia, datos extraídos de (IIMV), 2019.*

En **República Dominicana** se utiliza el sistema mixto para financiar las operaciones de la Superintendencia del Mercado de Valores (**SIMV**). La tabla no. 3 muestra el desglose del origen de los ingresos de la SIMV del año 2019.

Tabla No. 3: *Sistemas de financiación de SIMV de la República Dominicana.*

Organismo	Concepto	Metodología	Ingresos Total de Financiación RD\$
SIMV	Ingresos del Mercado	Mensual/Trimestral	342,500,000.00
Gobierno Central	Ministerio de Hacienda/Fondo 100	Mensual	149,703,014.00
Banco central	Intereses Generados	Mensual	69,380,000.00
Total de Ingresos			561,583,014.00

Fuente: *Elaboración propia, datos extraídos de (IIMV), 2019.*

2.2 Fuentes de financiación de las PYMES en Iberoamérica.

Para los países de Iberoamérica la financiación de las pymes es uno de los puntos cruciales para mantenerse en marcha. En los países de esta región las PYMES financian sus operaciones por medio de recursos propios, prestamistas privados, préstamos familiares, proveedores, y créditos bancarios.

Argentina, de acuerdo con los datos extraídos de la Fundación Observatorio Pyme, las PYMES industriales financian sus operaciones a través de los bancos con un 27.0% de sus inversiones, el 63.0% utiliza sus recursos propios, el 3.0% se financia por medio de los proveedores y el 4.0% prefiere los programas públicos para financiarse. Los distintos programas de asistencias que se han implementado en Argentina en los últimos años han logrado incrementar la financiación de las PYMES, por ejemplo, se instrumentó una línea de créditos para inversión productiva por el Banco Central del país y a través de este producto los bancos deben destinar préstamos a plazos y con tasa prefijadas menores que la del

mercado. En cuanto a los créditos bancarios otorgados a las PYMES, en cuatro (4) años crecieron de 2.4% a 3.8% del producto interno lo que significa un crecimiento de un 58.3%. El mercado de capitales representó un crecimiento en la participación de los financiamientos a las PYMES con relación al total captado por financiamiento privado, a través del mercado de capitales. Las actividades comenzaron en el año 2003 con un 1.0%, en el 2008 incrementaron al 9%, descendió al 4% en el 2010 a consecuencia de la crisis mundial en la economía, en el 2014 se recuperó al alcanzar un 10.0% y cerraron el 2015 con aproximadamente un 12.0%. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Brasil, según la fuente consultada para el porcentaje financiado con recursos propios para este país no existen datos. Las bancas públicas e instituciones semipúblicas representan la principal fuente de financiamiento en Brasil. Ofrecen opciones para incentivar el financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas con tasas de interés a largo plazo más baja por medio del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social. Los volumen de créditos otorgados por este banco se han mantenido firmes, con valores que representan el 30.0% de la cantidad de financiación, para las MIPYMES, este segmento representa el 96.0% de las operaciones. Por otra parte, el nivel de los préstamos liberados por la banca privada (nacional y extranjera) fue del 2.0% y la banca pública no tiene peso en el país según los datos del 2013. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Chile, los recursos propios representan la mayor fuente de financiación en este país con el 50.0%, el 23.0% utiliza los bancos y el 17.0% es aprovechado por los proveedores. Las cuentas corrientes son uno de los productos financieros más requerido con un 38%, seguida por

las líneas de crédito con el 24.0% y las tarjetas de crédito con un 11.0% del segmento. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Tabla No.4: *Principales fuentes de financiamiento en Chile.*

Tamaño de la empresa	Principales tipos de fuentes de financiamiento		
	Recursos Propios	Bancos	Proveedores
Micro	60%	17%	13%
Pequeña	45%	26%	20%
Mediana	37%	30%	22%
Grande	36%	30%	23%

Fuente: *Elaboración propia, datos extraídos de (IIMV), 2017.*

Como se puede observar en la tabla no. 4, para las micro, pequeñas, medianas y grandes empresas los recursos propios representan su principal fuente de financiamiento y luego optan por los créditos bancarios como segunda alternativa. Los programas manejados por la Corporación de Fomento para la producción son considerados como fuentes importantes para el financiamiento de las MIPYMES, el propósito de esta entidad es impulsar la actividad productiva nacional y la misma es dependiente del Ministerio de Economía del país. Esta corporación se encarga de ejecutar las políticas gubernamentales en las áreas de emprendimiento e innovación y esta ayuda en la gestión de los programas para empresarios y emprendedores, también fomenta la iniciativas de fondos de inversión para impulsar la financiación y el desarrollo de las PYMES con potencial de crecimiento, cuentan con fondos diferenciados por tipo de sector o empresa para que atendiendo a su actividad económica se le pueda facilitar el acceso al financiamiento. . (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Colombia, la Superintendencia financiera del país financió los estudios para analizar la inclusión de financiamiento en Colombia y los resultados evidenciaron que del 47.0% de los microempresarios que financiaron sus actividades, el 28.0% utilizó los créditos formales como principal fuente de financiamiento, de los cuales el 66.0% lo utilizan como capital de trabajo, el 17.0% para inversiones, con el 7.0% atienden emergencias, el 6.0% se destina a pago de deudas y el 5.0% lo emplean para diversificar sus ingresos. Los requisitos y las altas tasas de intereses para acceder a los financiamiento adquiridos representaron un 20.0% de insatisfacción para el crédito formal por parte de los encuestados. Las MIPYMES prefieren los microcréditos como principal fuente de financiación entre los productos tradicionales adquiridos a través del mercado financiero, de los cuales no se permiten prestamos mayor a 5,750 US\$, y el saldo de endeudamiento del deuda no puede exceder los 27,500 US\$. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Ecuador, el financiamiento está representado por instituciones privadas y públicas. Durante el 2014 las PYMES recibieron US\$ 7,598,389,431.46 para créditos de consumo, educación y vivienda, esto representa un 23.2% de los créditos y contingentes otorgados a través del sistema financiero nacional (privado y público), acorde con los datos de la Superintendencia de Bancos (SIB). Las instituciones privadas representadas por las sociedades financieras, bancos y mutualistas, concedieron a las PYMES mediante microcréditos, créditos y contingentes el monto de US\$6,991,173,732.6 por medio de 992,882 operaciones y las instituciones públicas financiaron a las MIPYMES US\$607,215,698.8 en créditos, contingentes y microcréditos por medio de 172,268.0 operaciones. Estas operaciones de créditos otorgados a las MIPYMES se realizaron por medio de 23 bancos privados, 10 sociedades financieras y 4 mutualistas. Esto muestra que el sistema financiero privado para las

MIPYES en Ecuador otorga el 92.0% de los financiamientos, mientras que, el sistema financiero público solo concedió el 8.0% significando una participación menor. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

El Salvador, Su sistema financiero se enfoca en impulsar el financiamiento de las PYMES por medio de los bancos del estado que le permiten un sistema de tratamiento especial para otorgar financiamientos para maquinaria, equipo, sobregiro empresarial, créditos de temporada y capital de trabajo, por ejemplo, el Banco Hipotecario del país, promueve el desarrollo de financiamientos para créditos productivos y en el 2015 modificaron por un periodo específico, la norma de requerimiento de reservas de liquidez bancaria, para que las instituciones financieras pudieran conceder nuevos financiamientos productivos permitiéndoles una reducción en el cálculo de las reservas de liquidez y esto le permitió capacidad para desembolsar un 10% para destinarlo a nuevos créditos. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

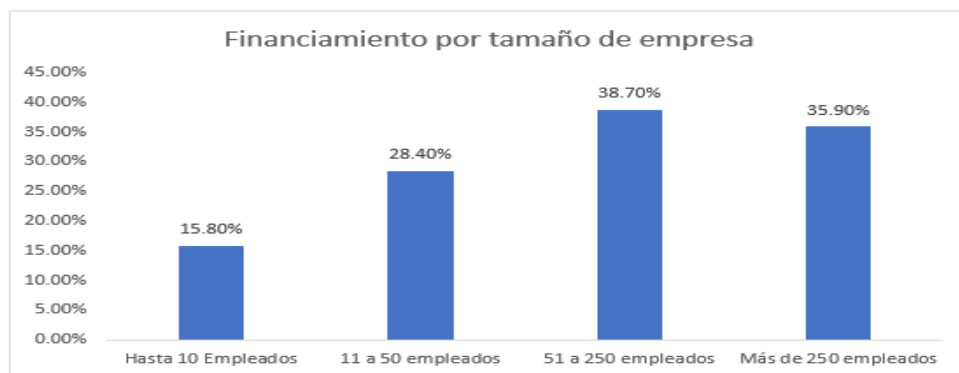
España, las grandes entidades en este país son menos recurrentes al financiamiento, en este tipo de economía debido a la última crisis de Europa, las PYMES juegan el papel principal respecto al financiamiento bancario y esta es una característica peculiar entre las economías en la zona euro, normalmente estas presentan mayor inclinación a la financiación bancaria que las empresas de los estados unidos. El mercado de valores y otras fuentes externas de financiación tienen un rol reducido en contraparte a la financiación bancaria. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

México, la principal característica de esta economía es que la magnitud de sus financiamientos se comporta de manera directamente

proporcional al crecimiento de las empresas, es decir que cuanto más aumenta el tamaño de las empresas de igual forma incrementan sus financiamientos. Las grandes entidades representan el 36.0% de los financiamientos y el 16.0% fue otorgado a microempresas. Para financiarse las empresas utilizan los bancos y a los proveedores. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

En la gráfica no. 1 muestra que cuando incrementa el tamaño de la entidad económica de igual forma también crece su acceso al financiamiento, y se ve reflejado en el porcentaje de entidades con más de 50 colaboradores con financiamiento, ya que su porcentaje representa aproximadamente el doble comparado con el de las empresas más pequeñas. En la tabla no. 5 se muestra que para las microempresas que tienen menos de 10 trabajadores con financiamiento, 39.4 de cada 100 informaron que utilizan los **bancos con fuente de financiamiento** y 21.4 de cada 100 **cajas de ahorro**. Las entidades **medianas y grandes** prefieren a los bancos como principal fuente para financiar sus actividades. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Gráfica No. 1: *Financiamiento por tamaño de las empresas en México.*



Fuente: *Elaboración propia, datos extraídos de (IIMV), 2017.*

Tabla No.5: *Empresas con financiamiento en México.*

Fuente	Hasta 10 Empleados	11 a 50 empleados	51 a 250 empleados	Más de 250 empleados
Propietarios	1.50%	9.60%	15%	16.60%
Bancos	39.40%	78.50%	79.90%	75%
Familia o amigos	16.40%	2.80%	0.20%	0.10%
Cajas de ahorro	21.40%	2.20%	0.80%	0.60%
Proveedores	10.60%	15.10%	22.10%	20.50%
Prestamistas privados	6.10%	4.60%	3.10%	2.80%
Gobierno	4.30%	1.90%	1.70%	2.00%
Emisión de deuda	0.00%	0.80%	0.50%	1.20%
No Especificó	6.40%	4.80%	7.10%	10.90%

Fuente: *Elaboración propia, datos extraídos de (IIMV), 2017.*

Según fuente al cierre de diciembre de 2015 se registró que la **banca múltiple** concedió más de 1,000,000 de financiamientos a las entidades de los cuales el 63.0% fue distribuido a las MIPYMES. En proporción, del total de los créditos bancarios destinados a las empresas, un 23.8% se utilizó para financiar a las MIPYMES, de las cuales las pequeñas compañías tienen la mayor participación del financiamiento con un 44.0%, le siguen las micro con un 39.0% y luego las medianas entidades con 17.0%.

Los créditos otorgados a PYME registraron un incremento en 113,000 créditos aproximadamente en el periodo del 2009 al 2015, este incremento se refleja en el crédito a las PYME que presentó un 57.0% de los cuales el incremento mayor recibido por las microempresas. Cabe destacar que en los últimos dos (2) años este crecimiento en monto y número de créditos concedido a las PYMES se ha mantenido constante. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Nicaragua, En este país la organización internacional del trabajo y el consejo superior de las empresas privadas realizaron una encuesta en el 2015 sobre empresas sostenibles y a través de esta se puede observar que según aumenta el tamaño de las entidades, así mismo también disminuye el uso de recursos propios para financiar sus operaciones y usan el apalancamiento con estrategia para financiarse. El total de la cartera del sistema financiero (CSF) cerró en diciembre 2015 con 122,205,758.40 miles de córdobas y la cartera de microcréditos representadas por las financieras y bancos al cierre de diciembre 2015 registró 124,126.00 préstamos que representan el valor de 3,147,089.4 millones de la moneda local, lo que significa un 2.6% del monto total de la CSF. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Paraguay, en este país las financieras de plazas y los bancos se enfocan en financiar los microcréditos, mientras que, las multiactivas, y las cooperativas de producción, ahorro y crédito como instituciones del sector formal de financiamiento se encargan de otorgarle préstamos a las MIPYMES. La característica del sistema de créditos informal se refleja por las tasa más altas y este compite con el sistema tradicional de financiamiento, ya que, cuando las PYMES son excluidas del sistema formal acuden a este sistema con fuente de financiamiento para adquirir sus créditos. En el 2011 en Paraguay, según los datos del censo económico el 71% de las entidades no disponía de acceso al crédito. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Perú, Las MIPYMES se financian a través de la banca e instituciones de microfinanzas y este para otorgarle los financiamientos le exige a las entidades que deben estar dentro de un marco de formalidad específico; las pequeñas y microempresas que no acceden a créditos con las entidades financieras es porque se financian mediante los créditos de proveedores, amigos o familiares y por último las cooperativas, empresas de factoring y las organizaciones no gubernamentales le permiten a las entidades obtener liquidez de forma anticipada al descontarles las facturas giradas a las PYMES. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

República Dominicana, según los datos del Barómetro Financiero industrial del 2019, el 59.2% de las empresas financiaron sus operaciones con capital propio y a la hora de solicitar financiamiento prefieren utilizar los productos financieros de la banca de su preferencia, la encuesta revela que el 90% de las entidades acceden al financiamiento mediante los bancos comerciales. Del total de solicitudes de financiamiento el 12.50% fue otorgado por BANDEX, el 3.10% a través de bancos de ahorros y préstamos y mayor volumen financiando con un 84.4% fue mediante los bancos múltiples. Estos préstamos fueron solicitados con la finalidad de adquirir maquinaria y equipos en un 40.0%, el 13.30% se utilizó para financiar las importaciones, el 10.0% para aumentar las operaciones, el 6.70% para aumentar sus activos corrientes, el 3.30% para maximizar sus exportaciones y el 3.30% para desarrollo de tecnología. (Roberto Cavada, 2019).

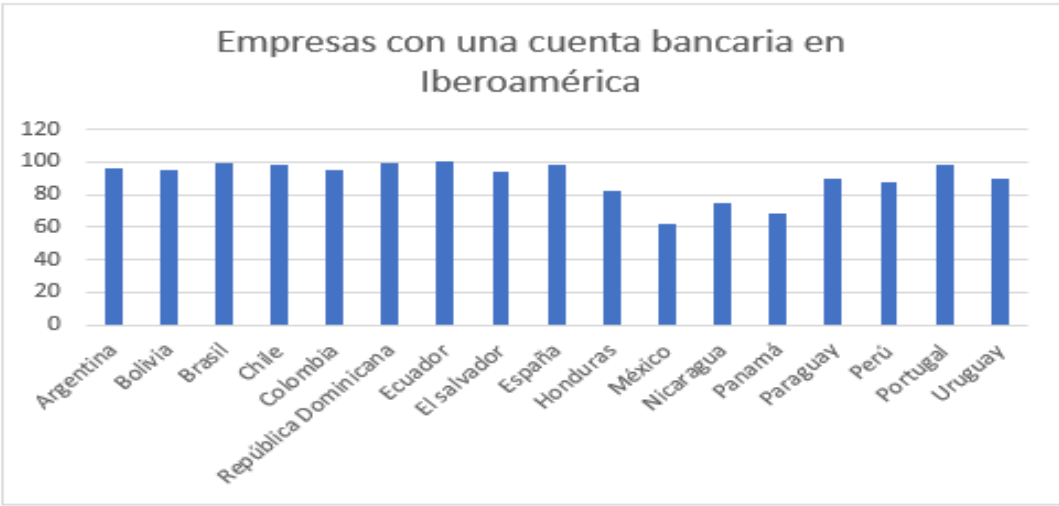
“Las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, en la República Dominicana, al igual que en los países Iberoamericanos, tienen una influencia determinante sobre el crecimiento económica de las naciones, además, de jugar un papel relevante en la cohesión social, contribuyendo significativamente a la generación de empleos, de ingresos, erradicación de la pobreza, a la vez de dinamizar la actividad productiva nacional, colaborando de esta forma al desarrollo regional, sectorial, económico y social de nuestros países”. (Xiomara Santana, 2019).

Desde el 2017 el número de entidades industriales que acude al financiamiento ha venido incrementado en la República Dominicana al pasar de un 46.0% a un 59.70% en el 2018 y luego volvió a incrementar a un 72.73% en el 2019, según los datos del Barómetro Financiero Industrial (BFI) del 2019. (Roberto Cavada, 2019).

2.3 Infraestructura financiera de las PYMES en Iberoamérica.

Según los datos del Banco mundial la estructura financieras de las pymes es difícil de obtener por la falta de información oficial de este sector empresarial. La gráfica no. 2 presenta las empresas con una cuenta bancaria, acorde con lo evidenciado en Iberoamérica la mayor parte de las empresas tienen al menos una cuenta bancaria y las empresas de la Rep. Dom. muestran en particular una proporción de un 99% aproximadamente.(Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Gráfica No. 2: *Empresas con una cuenta bancaria en países Iberoamericano.*



Fuente: *Elaboración propia, datos extraídos de (IIMV), 2017.*

De las empresas que usan banco para financiar sus operaciones a largo plazo, el país según la gráfica no. 3 representan aproximadamente un 37%, es preciso resaltar que de las empresas que utilizan los bancos para financiar su capital circulante de estos países, la República

Dominicana es la de mayor participación con aproximadamente un 72%. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Gráfica No. 3: *Empresas que usan bancos para financiarse en países Iberoamericano.*



Fuente: *Elaboración propia, datos extraídos de (IIMV), 2017.*

Las PYMES de la República Dominicana son incentivadas por el gobierno mediante la banca solidaria y la fundación de reservas que conceden financiamientos a este sector a tasas subsidiadas, esto acorde con las políticas públicas de apoyo (incentivos tributarios, líneas de crédito especiales, subvenciones) del país. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

2.4 Diagnóstico del Mercado de Valores de la República Dominicana.

Según la gráfica no. 4 de los datos de la Asociación de Puestos de Bolsa (APB), extraídos del Depósito Centralizado de Valores, S.A. (CEVALDOM) y la SIMV de la Rep. Dom., correspondientes al periodo 2012 – 2019. El año 2019 cerró con 94,650 cuentas de valores, 9,396 nuevas cuentas, 11.02% más que al cierre del año 2018. El 95.97% pertenecen a personas físicas, mientras que el restante 4.03% pertenecen a instituciones, proporción que se ha mantenido por los últimos 3 años. (Asociación Puestos de Bolsa, 2019).

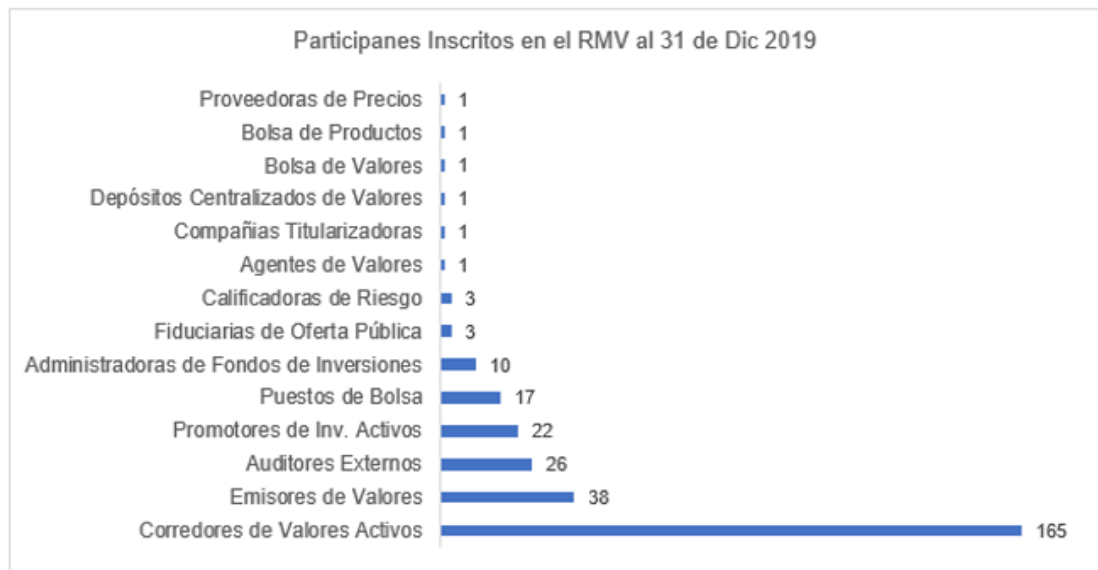
Gráfica 4: *Usuarios con cuentas de valores registradas, periodo 2012-2019.*



Fuente: *Elaboración propia, extraído de APB, Boletín Diciembre (2019).*

La gráfica no. 5 muestra los participantes inscritos en el registro del Mercado de Valores de la República Dominicana (MVRD), diciembre 2019.

Gráfica no. 5: *Participantes Inscritos en el Registro del MVRD.*

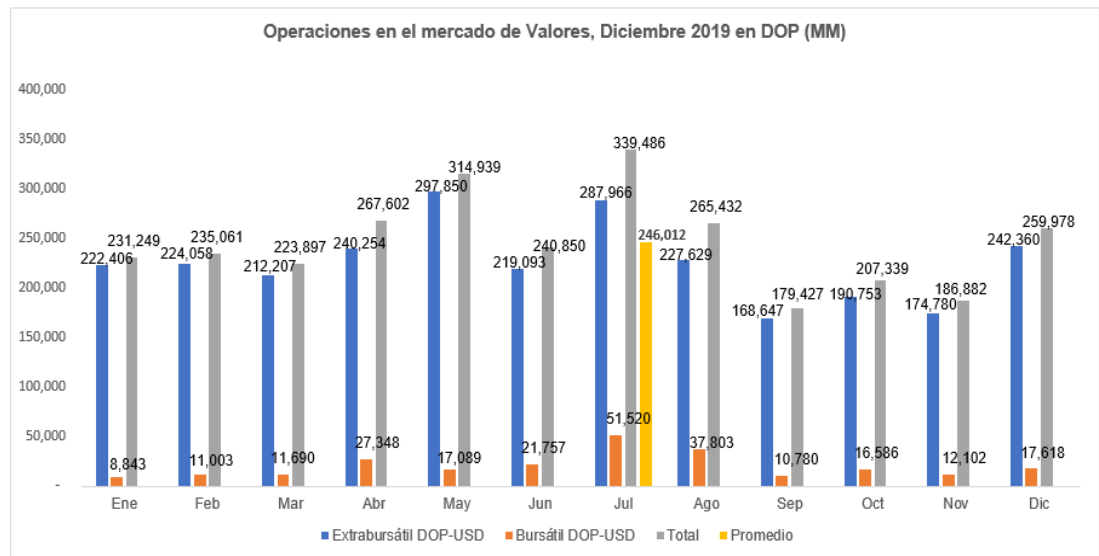


Fuente: Elaboración propia, extraído de SIMV.

Se puede observar en el gráfico No. 6 que durante el mes de diciembre del 2019 se transaron aproximadamente DOP 259,978 MM, monto que se encuentra por encima del promedio mensual transado durante los últimos 12 meses de DOP 246,012 MM. Durante el año 2019 se transaron DOP 2,952,142 MM aproximadamente.

Las transacciones a través del mercado extrabursátil que es donde se realizan las operaciones de compra y venta de valores entre intermediarios (agentes de valores e inversionistas) de forma directa, fuera de la plataforma de la Bolsa de Valores de la República Dominicana (BVRD), representaron el 91.7% del total de transacciones del año y el 8.3% a través del mercado bursátil que es donde se realizan las operaciones de compra y venta de valores, a través de la BVRD. (Asociación Puestos de Bolsa, 2019).

Gráfica 6: Operaciones en el MVRD, al cierre de diciembre 2019.



Fuente: Elaboración propia, extraído de APB, Boletín Diciembre (2019).

Capítulo III: Causas de la falta de acceso a la banca de inversión en la República Dominicana.

3.1 Causas de la falta de acceso de las empresas a la banca de inversión.

La banca de inversión permite la movilización del capital y ayuda a canalizarlo hacia las empresas, incluidas las pequeñas y medianas empresas (Pymes), este capital puede ser utilizado para la ejecución de proyectos sostenibles a largo plazo y contribuyen a la creación de empleos, ofrece a los inversionistas y a los ahorradores mejores opciones y mayor rentabilidades, y a las empresas más posibilidades de financiación en las diferentes fases de su desarrollo. De tal manera que las entidades y los ciudadanos puedan tener mejor respuestas ante las contracciones bancarias. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

Según el informe de gestión MiPymes 2018 en la República Dominicana se observa la importancia de las MiPymes constituyendo el 98.0% del segmento empresarial, con una participación de un 38.6% del PIB y con una generación de más de 2,500,000 empleos. (Roberto Cavada, 2019).

De acuerdo con las fuentes consultadas, entre los principales causas que enfrenta el mercado de valores de la República Dominicana para lograr mayor acceso de las empresas locales y pequeños inversionistas se pueden destacar:

- 1) La falta de conocimiento de los pequeños y medianos inversionistas sobre los beneficios y los diferentes instrumentos de inversión que existen en el mercado de valores. Esto se sustenta con una entrevista de campo realizada a un directivo de CCI puesto de bolsa de la

República Dominicana, el cual sostiene que es un tema cultural, los empresarios tienen miedo o temor, desde que se les habla de salida al mercado y no entienden, no tienen financieros sofisticados.

- 2) Según datos de los socios Exaudi Family (EF), que se especializa en familias empresarias y desarrollo de estructura de gobierno, las empresas familiares dominicanas representan el 80% del mercado privado, esto representa una limitante para el desarrollo del mercado accionario, ya que este modelo es diferente a los modelos tradicionales capitalistas. (elDinero, 2017).
- 3) La parte impositiva según la norma 07-11 de la Dirección General de Impuestos Internos (DGII) que establece una retención del 1% del valor pagado al vendedor de las acciones o cuotas sociales para persona física y jurídica por ganancias de capital, también podría significar una barrera para las grandes empresas y Pymes con poco capital para poder insertarse en el mercado de valores debido a que los spread de intermediación podría ser muy altos.
- 4) La ley de sociedades 479-08 en el art. 265 que establece que a requerimiento de una décima parte (1/10) de los accionistas de la sociedad, esta podría ser intervenida si así fuera requerido por la Superintendencia de Valores, los parámetros que justifiquen dicha exigencia aún no se han profundizado claramente, lo cual denota deficiencia en el marco regulatorio e institucional. Fuente: Ley 279-08.
- 5) Falta de transparencia fiscal de las Pymes de pagar todos sus impuestos.

- 6) La tasa de los préstamos de la banca tradicional se consigue por debajo de lo que el gobierno se financia, que es a lo que se le llama efecto “Crowding out”.

3.2 Resultados de la encuesta.

Con el propósito de conocer las razones puntuales de la falta de acceso de las empresas dominicanas a la banca de inversión y ver su comportamiento, se realizó una encuesta a una muestra de la población empresarial, respondida por pequeñas, medianas y grandes empresa, según su clasificación en la ley 187-17 para la República Dominicana. Se encuestaron 10 empresas de las cuales el 60% corresponde a pequeñas empresas, 10% a medianas empresas y el 30% restante a grandes empresas. El 70% está representado por empresa privadas y el 30% son empresas familiar.

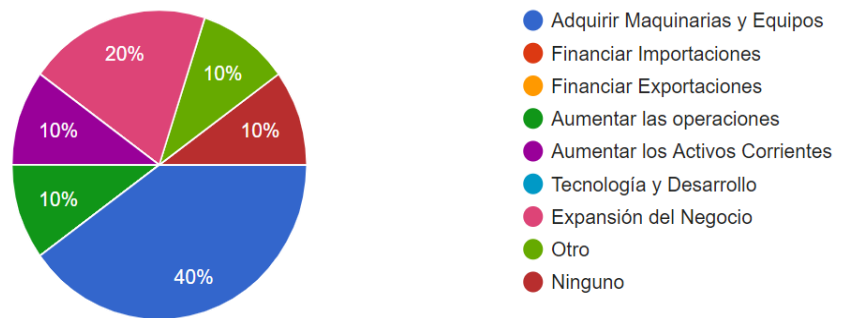
3.3 Fuente y Finalidad de los financiamientos.

Acorde con los resultados, el 20% de las inversiones fueron realizadas con capital propio y un 80% acudió a financiamiento. La encuesta revela que las entidades se limitan al uso de productos tradicionales ofrecidos por la banca de su preferencia, el 80% de las empresas acudieron a Bancos Múltiples o comerciales para obtener financiamiento, 10% a prestamista independiente, 10% no se financiaron.

La encuesta muestra en la gráfica no. 7, que la finalidad de los financiamientos fue en un 40% para adquirir maquinarias y equipos, un 20% para expansión del negocio, 10% para aumentar las operaciones, 10% para aumentar los activos corrientes, 10% para otras actividades y un 10% no se financiaron.

Gráfica no 7: Finalidad del Financiamiento.

Cuál fue la finalidad del financiamiento?



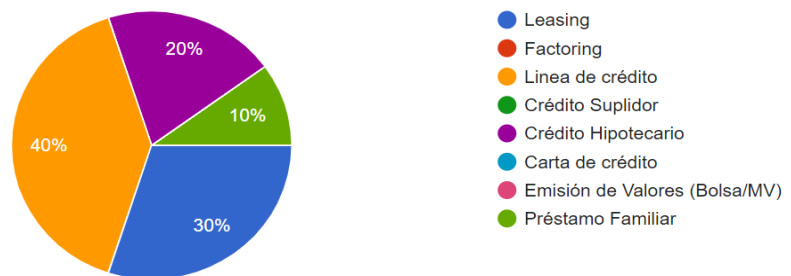
Fuente: Elaboración propia.

3.4 Tipos de Financiamiento.

La gráfica no. 8 a continuación revela que el 40% de los tipos de financiamiento al que acudieron las empresas fue a través de líneas de crédito, un 20% para créditos hipotecario, 10% acudió a préstamos familiar atendiendo a la naturaleza de dicha entidad y un 30% lo hizo a través de leasing.

Gráfica no 8: Tipo de Financiamiento.

Cuál es el tipo de Financiamiento que utiliza?



Fuente: Elaboración propia.

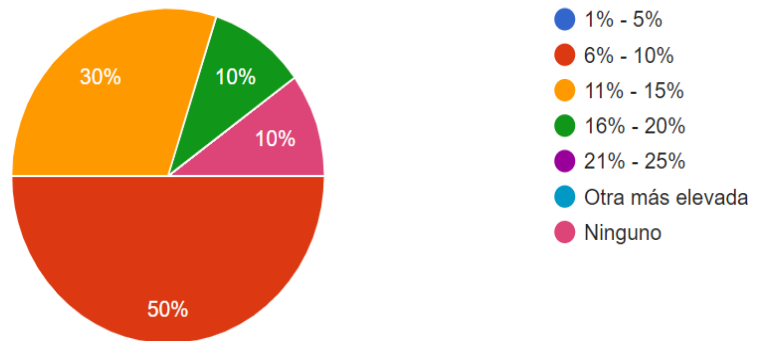
3.5 Tasa de interés promedio de los préstamos.

La encuesta muestra en la gráfica no. 9, que el 50% de las empresas que se financian obtienen tasas preferenciales que van desde un 6% hasta un 10% de interés, el 30% de las entidades consiguen tasas de interés de un 11% a 15%, el 10% de las empresas obtienen tasas de 16% a 20% y un 10% de las empresas simplemente no se financian.

Según el Banco Central de la República Dominicana las tasas de interés de los préstamos otorgados al comercio es una de las que más ha variado. Durante el período 2017-2018 pasó de 13.02% a 11.57%, para una reducción de 1.45 puntos porcentuales. En mayo de 2019 se ubicó en 11.72%, para un aumento de 0.15 puntos porcentuales.

Gráfica 9: Tasa de interés promedio de los préstamos.

Cuál es la tasa de interés promedio de los préstamos?

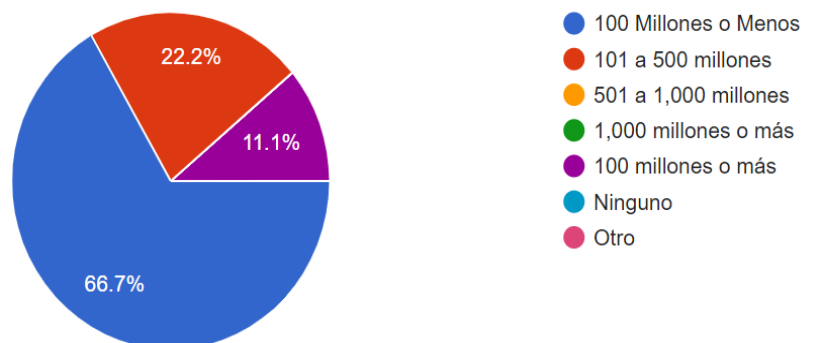


Fuente: Elaboración propia.

La gráfica no. 10 a continuación revela el monto promedio financiado por las empresas, la cual revela que el 66.7% consiguió 100 millones o menos, un 22.2% de las entidades obtuvo desde 101 a 500 millones de financiamiento y un 11.1% logro adquirir 100 millones financiado.

Gráfica 10: Monto Promedio Financiado.

Cuál es el monto promedio financiado?

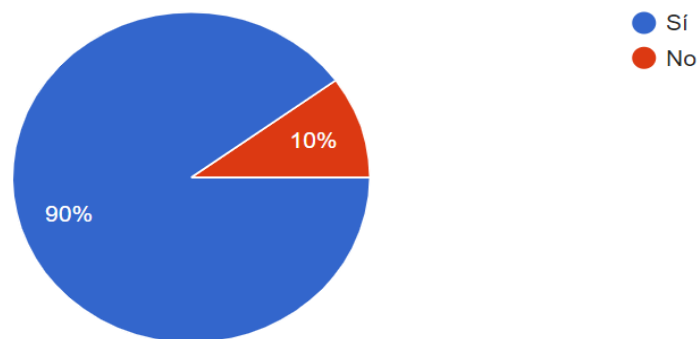


Fuente: Elaboración propia.

La gráfica no. 11, expresa que las empresas del mercado dominicano conocen el mercado de Valores de la Rep. Dom. Pero, sin embargo, no lo utilizan para financiarse.

Gráfica 11: Conocimiento del Mercado de Valores (MV).

Conoce el Mercado de Valores de la Rep. Dom.?

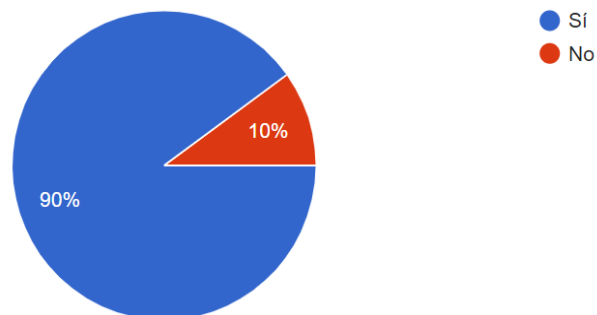


Fuente: Elaboración propia.

La gráfica no. 12 a continuación revela que las entidades del mercado dominicano conocen los beneficios del mercado de Valores de la Rep. Dom. Pero, sin embargo, no lo utilizan para financiarse.

Gráfica 12: Conocimiento de los Beneficios del (MV).

Conoce los beneficios de Financiarse a través del mercado de Valores Dominicano?



Fuente: Elaboración propia.

3.6 Revisión de Opiniones y estudios con los Resultados.

Todavía las micro, pequeñas y medianas empresas dominicanas tienen que saltar muchas trabas y desigualdades para poder competir con las empresas de gran tamaño en los procesos de licitaciones que convoca el estado. Estas consisten en retrasos en los pagos, la burocracia, la exigencia de impuestos por adelantado del ITBIS y el anticipo y de documentaciones que muchas veces se les hace casi imposibles de conseguir. “Ningún país ha logrado un avance económico y social sin un mercado de valores desarrollado”, afirma Guillermo Villanueva, representante en República Dominicana de la Corporación Financiera Internacional (IFC, en inglés). (UNI, 2016).

Susy Gatón, presidenta de la Asociación Dominicana de Constructores y Promotores de Viviendas (Acoprovi), asegura que la nueva ley le da acceso a las micro, pequeñas y medianas empresas de la construcción a una mayor cuota de participación en el mercado de valores. “Con el tema de las MiPymes, la inversión en un proyecto de alquiler es muy alta, pero el tema de los alquileres llama la atención de los inversionistas, pero las MiPymes tienen pocos recursos y eso dificulta su entrada al mercado de valores”. (Susi Gaton, 2017).

En lo que tiene que ver con la emisión de acciones de renta variable de forma directa, sin la necesidad de una que una fiduciaria lo administre, “eso depende de una norma de la DGII, por un problema impositivo de ganancia de capital, como debe cobrarse al final del período, entonces los miembros del consejo de la empresa adquieren una responsabilidad, de miles y miles de tenedores de acciones, entonces eso hay que corregirlo”, señaló Gabriel Castro, titular de la SIMV. (elDinero, 2019).

Independientemente de la importancia que tienen las PYMES para las economías. En algunos estudios internacionales, incluyendo el documento de financiando las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, se reconoce que una de las dificultades principales para el desarrollo de las PYMES es el reducido acceso a fuentes de financiamiento que les permitan obtener los recursos necesarios para ejecutar sus proyectos de negocio, siendo la banca y autofinanciación las principales fuentes que utilizan para la captación de sus fondos. Las condiciones que ofrecen estas fuentes de financiamiento a las PYMES no son siempre las más favorables y esta situación ha ido empeorando en los últimos años debido a las mayores restricciones impuestas al otorgamiento de financiamiento por las instituciones de intermediación financiera a razón de los constantes cambios regulatorios realizados a consecuencia de las crisis financieras. (Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), 2017).

CONCLUSIONES

El mercado de valores representa un papel importante para la dinamización de la economía de la República Dominicana y les permite a las empresas la posibilidad de diversificar las fuentes de financiamiento a través de tasas más competitivas y programar el crecimiento en función de sus activos financieros.

La razón principal del poco acceso de las empresa dominicanas a la banca de inversión se debe a la falta de conocimiento de los pequeños y medianos inversionistas sobre los beneficios y los diferentes instrumentos de inversión que existen en el mercado de valores, ya que según la investigación aunque la ley 249-17 sobre el mercado de valores establece para la competitividad y desarrollo de las Micros, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES), tarifas diferenciadas y preferenciales, no se muestra que este atractivo haya incentivado a esta parte de la población empresarial a participar de dicho mercado.

Entre los beneficios de ley, para la parte de financiarse con deuda, en el país crearon un camino que le permite a las empresas acceder al mercado de manera más flexible porque pueden hacer emisiones simplificadas y para las PYMES tiene menos requisitos, por ejemplo, tarifas preferenciales, no necesitan una calificación de riesgo, no deben tener 3 años de operaciones obligatoriamente, pero las entidades optan por utilizar los productos tradicionales de financiamiento ofrecidos por la banca de su preferencia, ya que según la encuesta el 80% de las empresas acuden a Bancos Múltiples o comerciales para obtener su financiamiento y acorde con la entrevista las empresas no van al mercado porque el costo es muy elevado comparado con lo que consiguen en la banca comercial y los profesionales de las empresas al no ser muy sofisticada solo se fijan en las tasas.

La banca comercial siempre va a tener una limitante regulatoria en términos de productos que están encajonados, mientras que, el mercado de valores tiene más creatividad y permite a las empresas adaptar el producto a su necesidad, ósea que es más adaptable a la necesidad del cliente en tiempo de plazos que necesite para pagar sus intereses.

Los riesgos en términos regulatorios son los mismos, si se deja de pagar una deuda se tiene las responsabilidades legales con todos los acreedores; si es con acciones se tiene una responsabilidad fiduciaria de responder por las acciones y del lado de la deuda se tiene que pagar todo lo de la deuda y también se tiene la responsabilidad con los acreedores.

Las personas físicas y jurídicas que realicen cualquiera de las actividades o servicios previstos en la Ley 249-17 en la República Dominicana, están amparadas en la regulación, supervisión y fiscalización de la SIMV, en lo relativo al ejercicio de esas actividades o servicios indicados.

RECOMENDACIONES

Del desarrollo y análisis de la investigación, se formularon las siguientes recomendaciones:

- a) Se recomienda al congreso nacional y a la superintendencia del mercado de valores ser más específicos en el detalle de las tarifas diferenciadas y preferenciales que se le concede a las MiPymes, según la ley 249-17 en su art. 46, ya que en la misma no se aclara el porcentaje de dichas tarifas.
- b) Al congreso nacional, Consejo y órganos ejecutores de la ley de sociedades 479-08, la revisión del art. 265 que a requerimiento de una décima parte (1/10) de los accionistas de la sociedad, esta podría ser intervenida si así fuera requerido por la Superintendencia de Valores y sin embargo no se detalla los parámetros que justifiquen dicha exigencia a profundidad, lo cual denota deficiencia en el marco regulatorio e institucional.
- c) A la DGII, la revisión de la norma 07-11 que estable la retención del 1% del valor pagado al vendedor de las acciones o cuotas sociales por ganancia de capital, ya que podría significar una barrera para las grandes empresas y Pymes con poco capital para poder insertarse en el mercado de valores debido a que los spread de intermediación podrían ser muy altos.
- d) A la superintendencia del mercado de valores, promover con mayor auge en sus portales electrónicos la educación bursátil enfocada a las Pymes, con mejores horarios y facilitando más cursos al mes.
- e) A los puestos de bolsa, aumentar sus esfuerzos publicitarios para dar a conocer su portafolios de servicios financieros y el atractivo de las

rentabilidades, ya que según la entrevista a profesionales en el mercado las empresas prefieren llamar a un grupo de inversionistas en vez de llamar al mercado ósea a un puesto de bolsa para que le asesore como poder salir al mercado.

REFERENCIAS

Acento. (29 de Septiembre de 2018). Obtenido de MIPYMES en la República Dominicana y su rol en la economía:
<https://acento.com.do/2018/opinion/8609603-mipymes-la-rd-rol-la-economia/>

Asociación Puestos de Bolsa. (31 de Diciembre de 2019). Obtenido de APB:
<https://apb.org.do/mensual/>

Blog Tivalsa. (6 de Julio de 2016). Obtenido de
<https://blog.tivalsa.com/mercadodevaloresdominicano/>

Castillo. (2 de Agosto de 2018). Obtenido de
<https://www.castillo.com.do/nueva-ley-no-249-17-del-mercado-de-valores-deroga-ley-19-00/>

CCI Puesto de Bolsa. (7 de Febrero de 2020). Obtenido de CCI:
<https://cci.com.do/preguntas-frecuentes/#pregunta-6>

Deloitte. (7 de Febrero de 2020). Obtenido de Deloitte Insights:
<https://www2.deloitte.com/do/es/pages/consulting/topics/consulting-insights/beneficios-de-la-titularizacion.html>

Deloitte. (10 de Febrero de 2020). Obtenido de Deloitte Insights:
<https://www2.deloitte.com/do/es/pages/consulting/topics/consulting-insights/beneficios-de-la-titularizacion.html#>

e/Dinero. (23 de Octubre de 2017). Obtenido de MERCADO DE VALORES:
<https://www.eldinero.com.do/49142/la-economia-dominicana-puede-apoyarse-en-el-mercado-de-valores/>

e/Dinero. (24 de Julio de 2017). Obtenido de
<https://www.eldinero.com.do/45015/un-80-de-las-empresas-dominicanas-tiene-origen-en-la-familia/>

eDinero. (8 de Abril de 2019). Obtenido de Mercado de Valores:
<https://www.eldinero.com.do/81464/rica-se-estrena-como-la-primera-empresa-en-emitir-acciones-al-publico/>

eDinero. (20 de Noviembre de 2019). Obtenido de Mercado de Valores:
<https://www.eldinero.com.do/94083/expertos-ven-necesario-que-ventajas-del-mercado-de-valores-se-difundan-mas-entre-inversionistas-y-la-poblacion-en-general/>

eDinero. (20 de Septiembre de 2019). Obtenido de Finanzas:
<https://www.eldinero.com.do/90261/cuales-son-los-instrumentos-de-inversion-disponibles-en-el-sistema-financiero-dominicano/>

eDinero. (8 de Abril de 2019). Obtenido de Mercado de Valores:
<https://www.eldinero.com.do/81464/>

eDinero. (4 de Diciembre de 2019). Obtenido de Mercado de Valores:
<https://www.eldinero.com.do/94880/el-mercado-de-capitales-de-republica-dominicana/>

eDinero. (13 de Junio de 2019). Obtenido de Economía:
<https://www.diariolibre.com/economia/tres-empresas-estan-en-proceso-de-aprobacion-para-emitir-acciones-de-renta-variable-LF13078102>

eDinero. (4 de Diciembre de 2019). Obtenido de Mercado de Valores:
<https://www.eldinero.com.do/94880/el-mercado-de-capitales-de-republica-dominicana/>

Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV). (2017). Obtenido de IIMV, Sobre la financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los MV de capitales en Iberoamérica:
<https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2017/03/estudiocompleto.pdf>

Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV). (Febrero de 2019).

Obtenido de La financiación de los Organismos Supervisores y Reguladores de los Mercados de Valores Iberoamericanos:

<https://www.iimv.org/iimv-wp-1->

[0/resources/uploads/2019/03/Financiacion-organismos-supervisores-y-reguladores-de-los-mercados-de-valores-iberoamericanos.pdf](https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2019/03/Financiacion-organismos-supervisores-y-reguladores-de-los-mercados-de-valores-iberoamericanos.pdf)

International organization of Securities Commissions. (Septiembre de 1998).

Obtenido de IOSCO, Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>

James C. Van Horne John M. Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera, 13ra Edición*. México: Pearson Educación.

Listin Diario. (12 de Junio de 2018). Obtenido de Mercado de Capitales en Rep. Dom.: <https://listindiario.com/la-vida/2018/06/12/519184/el-mercado-de-capitales-en-republica-dominicana>

Listin Diario. (12 de Febrero de 2019). Obtenido de Calificadoras de Riesgo: <https://listindiario.com/economia/2019/02/12/553184/calificadoras-de-riesgos>

Madura, J. (2016). *Mercados e Instituciones Financieras 11a Ed.* México: Cengage Learning.

Norma 07-11 que designa como agente de reención a las personas jurídicas, sociedades o empresas que adquieran acciones o cuotas sociales. (08 de Octubre de 2011). Obtenido de Dirección General de Impuestos Internos (DGII):

<https://dgii.gov.do/legislacion/normasGenerales/Paginas/default.aspx>

Roberto Cavada. (18 de Diciembre de 2019). Obtenido de Economía:
<https://robertocavada.com/economia/2019/12/18/aqui-los-resultados-del-barometro-financiero-industrial-2019>

Superintendencia de Bancos de la República Dominicana (SIB). (16 de Julio de 2011). Obtenido de Ley No. 189-11 para el desarrollo del mercado hipotecario y fideicomiso en la República Dominicana:
<https://www.sib.gob.do/normativas-sib/leyes?tid=3>

Superintendencia de Bancos de la República Dominicana (SIB). (11 de Febrero de 2011). Obtenido de Ley No.31-11, Modificaciones a la ley No. 479-08 Art. 265 Reglas a las sociedades de suscripción pública:
<https://www.sib.gob.do/normativas-sib/leyes?tid=3>

Superintendencia de Bancos de la República Dominicana (SIB). (19 de Diciembre de 2017). Obtenido de Ley No. 249-17 del Mercado de Valores, deroga Ley 19-00: <https://www.sib.gob.do/normativas-sib/leyes?tid=3>

Superintendencia del Mercado de Valores de la República Dominicana (SIMV). (19 de Diciembre de 2017). Obtenido de LEY No. 187-17 establece un régimen regulatorio para el desarrollo y competitividad de las MIPYMES: <https://simv.gob.do/leyes/>

Superintendencia del Mercado de Valores de la República Dominicana (SIMV). (29 de Octubre de 2019). Obtenido de Reglamento de Oferta Pública: <https://simv.gob.do/reglamentos/>

Superintendencia del Mercado de Valores de la República Dominicana (SIMV). (31 de Diciembre de 2019). Obtenido de Reportes del Mercado de Valores: <https://simv.gob.do/estadisticas-reportes-y-estudios/>

Superintendencia del Mercado de Valores de la República Dominicana. (7 de Febrero de 2020). Obtenido de Requisitos para que las PYMES puedan emitir valores de renta fija: <https://simv.gob.do/preguntas-frecuentes/>

UNI. (14 de Noviembre de 2016). Obtenido de UNIRD: <https://launi.com.do/limitaciones-a-las-mipymes-expuestas-en-foro-de-negocio-de-intec/>

Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. (1 de Diciembre de 2016). Obtenido de Tesis Doctoral, Enrique Palazuelos Manso: <https://eprints.ucm.es/46222/1/T39543.pdf>

Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). (1 de Junio de 2018). Obtenido de Rosalía Calvo Clúa: <http://www.scielo.org.mx/pdf/prode/v49n195/0301-7036-prode-49-195-101-en.pdf>

ANEXOS

Anexo A. – Encuesta

Fuentes de Financiamiento

Análisis de la Banca de Inversión como fuente de financiamiento para impulsar las empresas del mercado Dominicano

Cuál es el tamaño de su empresa?

☐ Pequeña (11-50 Empleados)

☐ Mediana (51-150 Empleados)

☐ Grande(151+Empleados)

Cuál es el tipo de empresa?

☐ Familiar

☐ Privada (Propietarios Particulares)

☐ Pública

La empresa ha acudido a algún Financiamiento?

☐ Sí

☐ No

...

Cuál es la Entidad Financiera de su preferencia?

- ☐ Bancos Múltiples
- ☐ Asociación de Ahorros y Préstamos
- ☐ Banco de Ahorro y Crédito
- ☐ Entidad pública y mixta de Intermediación Financiera
- ☐ Mercado de Valores
- ☐ Prestamista Independiente
- ☐ Préstamo Familiar
- ☐ Otro
- ☐ Ninguno

Cuál fue la finalidad del financiamiento?

- ☐ Adquirir Maquinarias y Equipos
- ☐ Financiar Importaciones
- ☐ Financiar Exportaciones
- ☐ Aumentar las operaciones
- ☐ Aumentar los Activos Corrientes
- ☐ Tecnología y Desarrollo
- ☐ Expansión del Negocio
- ☐ Otro
- ☐ Ninguno

☰
Cuál es el tipo de Financiamiento que utiliza?

- ☐ Leasing
- ☐ Factoring
- ☐ Línea de crédito
- ☐ Crédito Supridor
- ☐ Crédito Hipotecario
- ☐ Carta de crédito
- ☐ Emisión de Valores (Bolsa/MV)
- ☐ Préstamo Familiar
- ☐ Ninguno
- ☐ Otro

Cuál es la tasa de interés promedio de los préstamos?

- ☐ 1% - 5%
- ☐ 6% - 10%
- ☐ 11% - 15%
- ☐ 16% - 20%
- ☐ 21% - 25%
- ☐ Otra más elevada
- ☐ Ninguno

Cuál es el monto promedio financiado?

- ☐ 100 Millones o Menos
- ☐ 101 a 500 millones
- ☐ 501 a 1,000 millones
- ☐ 1,000 millones o más
- ☐ 100 millones o más
- ☐ Ninguno
- ☐ Otro

Conoce el Mercado de Valores de la Rep. Dom.?

☐ Sí

☐ No

Conoce los beneficios de Financiarse a través del mercado de Valores Dominicano?

☐ Sí

☐ No

Anexo B. – Entrevista

Entrevista: Tesis Análisis de la Banca de Inversión como Fuente de Financiamiento para Impulsar las Empresas del Mercado Dominicano.

Encabezado

Institución donde labora: _____

Nombres y Apellidos: _____

Cargo que Desempeña: _____

Años laborando en la institución: _____

Fecha de la entrevista: _____

Cuerpo del Documento

1. ¿Según su criterio, cuáles son las causas que limitan el acceso de las empresas locales al mercado de valores para financiarse en Rep. Dom.?
2. ¿Desde su experiencia en que beneficia la ley 249-17 para mejorar el acceso de las PYMES y grandes empresas al mercado de valores como fuente de financiamiento?
3. ¿Cuáles son los requisitos para emitir valores (Acciones, Deudas)?
4. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de financiarse a través del mercado de valores vs la banca comercial?
5. ¿Cuáles son los riesgos de financiarse con deudas y acciones?
6. ¿Cuál sería la causa principal para usted de la baja participación en el mercado por las empresas locales?

Gracias por su cooperación