

Los mercados desmaterializados de valores en el mundo contemporáneo

Dematerialization of Securities in Today's World

Fidel de la Oliva de Con^{1*}

José Antonio Aguilar Cabezas²

¹Universidad de La Habana, Cuba.

²Bolsa de Valores de Guayaquil, Ecuador.

*Autor para la correspondencia. fdelaoliva@fcf.uh.cu

RESUMEN

El lector encontrará en estas páginas una síntesis de los principales rasgos de los mercados de renta fija y variable de hoy, como preámbulo para abordar el fenómeno de la desmaterialización, proceso moderno de emisión y negociación de valores que se halla en desarrollo e implica la sustitución de los valores físicos tradicionales. Actualmente, se expande en el mundo industrializado y cobra auge en países de Latinoamérica.

Palabras clave: desmaterialización, mercados de valores, negociación, títulos valores.

ABSTRACT

This paper begins by presenting major features of current fixed and variable interest rates, then deals with the phenomenon of dematerialization which refers to the substitution of paper-form securities by book-entry securities. Dematerialization of securities such as stocks has been a major trend in developed countries, and is rapidly gaining in importance in Latin America as well.

Keywords: dematerialization, the securities market, negotiation, securities.

Código JEL: M44

Recibido: 30/4/2019

Aceptado: 23/07/2019

INTRODUCCIÓN

En el artículo «La intermediación financiera en el mundo contemporáneo desde un enfoque marxista» (2019), antecedente del presente, se abordaron las bases teórico-conceptuales de la intermediación financiera y las causas del desarrollo sin precedentes de la bursatilización, que equivale al auge de los mercados de valores

hasta alcanzar niveles extraordinarios. Por tanto, el objetivo principal del estudio que recoge estas páginas consiste en la caracterización analítica de los títulos que se comercian en esos mercados.

En correspondencia con la intención declarada, el texto está compuesto por dos grandes secciones. Inicialmente, se establecen las características fundamentales de los mercados de renta fija y variable en el mundo actual. A continuación, se exponen los rasgos que caracterizan el fenómeno de la desmaterialización de los mercados de valores que, si bien ha alcanzado su mayor auge en el mundo industrializado, en el área latinoamericana se halla en pleno apogeo.

1. LOS MERCADOS DE RENTA FIJA Y VARIABLE EN EL MUNDO CONTEMPORÁNEO

Los títulos valores se han definido históricamente como «documentos que llevan incorporado un derecho literal y autónomo que se puede ejercer por el portador legítimo contra el deudor a la fecha de su vencimiento» (Vivante, 1989). Su base se encuentra determinada por tres vertientes teóricas:

1. La asignación de derechos que otorgan los títulos valores a sus poseedores y la vinculación indisoluble existente entre ambos elementos: título (corpóreo) y valor o derecho. Gracias al aporte de Savigny (1848) se instituyó la vinculación de los títulos valores con los derechos y se estableció como fundamento de la necesidad de un contrato a favor de terceros.
2. Brünner (1892) reiteró la obligación de poseer el título valor en físico, como requisito para hacer uso de los derechos que representa. No obstante, debido a la inclusión de nuevos conceptos, como el de la desmaterialización, esta idea debe sufrir cambios para atemperarse a las perspectivas más actuales.
3. Jacobi (1990) complementó el principio de presentar el título valor, con la incorporación de la legitimación, por la cual un título valor es corroborado como original. Asimismo, Vivante (1989) manifestó que los títulos valores son imprescindibles para poder hacer uso del derecho que garantizan (Montoya, 1982).

De la contribución de los autores mencionados se pueden extraer los aspectos que caracterizan a los títulos valores: la necesidad de la representatividad de los valores, la obligación de su representatividad y tenencia, el respaldo normativo y legal para su posterior legitimación y la estandarización del proceso de tenencia y circulación.

En el mercado de valores convergen emisores, inversionistas e intermediarios nacionales y extranjeros que comprenden el sector económico donde, como resultado de múltiples interacciones, se consiguen ingresos que permiten financiar capitales de trabajo. Se encuentra segmentado según la madurez de sus valores y por plazos y

rendimiento. Atendiendo al primer aspecto se determina, en los mercados primarios, si se emiten títulos valores y, en los secundarios, si circulan entre inversionistas.

La segunda segmentación se refiere al sistema de negociación empleado según plazos y rendimiento, de lo que resulta el mercado bursátil, donde se negocian títulos en una bolsa de valores, y el extrabursátil, donde la negociación ocurre fuera, debido a que sus operaciones no están sujetas a reglas financieras establecidas y se negocia mediante contratos bilaterales (Fama, 1981; Barro, 1990; Binswanger, 2000).

Las infraestructuras de los mercados financieros [*Financial Markets Infrastructures* (FMI)], que permiten la compensación, la liquidación y el registro de operaciones monetarias y otras operaciones financieras, pueden fortalecer los mercados a los que prestan servicios y desempeñar una función fundamental en el fomento de la estabilidad financiera. No obstante, si no se gestionan adecuadamente, pueden generar riesgos importantes para el sistema financiero y convertirse en una posible fuente de contagio, tal como se pudo observar en la crisis financiera de 2008. El fenómeno comenzó con el colapso y posterior estallido de la burbuja del mercado inmobiliario en los Estados Unidos en 2006, que en octubre provocó la crisis de las hipotecas *subprime*, que originalmente afectó a un sector del mercado y que, para 2008, tenía un efecto pandémico y ya había contagiado a todo el mercado financiero nacional e internacional (*Bank for International Settlements*, 2012).

En la actualidad, los mercados de valores les reportan ventajas a los inversores sobre los mercados de dinero, cuyo principal actor es el sector bancario, puesto que les da la posibilidad de recibir beneficios económicos mayores, que devienen desarrolladores de financiamiento mediante la compra de títulos valores. Junto con los mercados financieros nacen los títulos valores, los cuales, desde sus inicios, han sido mayormente de naturaleza física y contemplan todo documento que sea de naturaleza mercantil, de participación crediticia, corporativa o representativo de mercaderías. De este modo, han constituido la forma idónea para que los mercados puedan consolidar garantías de derechos para sus poseedores (Goldsmith, 1969; Binswanger, 2000; Nasseh y Strauss, 2000; Siliverstovs y Duong, 2006).

Los títulos valores tienen gran relevancia en los sistemas financieros y las economías en general, pues han representado, desde su creación, el recurso ideal para garantizar y estandarizar las transacciones en los diversos mercados de valores, los cuales han permitido la dinamización de la economía beneficiando al inversionista – grande o pequeño- pues le permite colocar sus excedentes monetarios en los proyectos de su conveniencia, y al sector emprendedor que no posee financiamiento propio y al que le resulta poco accesible el sector bancario formal por la falta de garantías y colaterales, pero que está inmerso en promisorios proyectos con atractivos rendimientos (Epstein, 2001; Hull, 2002; Correa, 2008; Jobst, 2008; Girón y Chapoy, 2009; Soto, 2013). Sobresale, además, la capacidad que tienen para incorporar un derecho a su poseedor, a la vez que conciben el derecho y el título valor como equivalentes (Vivante, 1936).

La intermediación financiera implica un conjunto de riesgos que han debido ser analizados en la evolución del sistema de manejo de los valores, con vistas a su minimización y al incremento del nivel de confiabilidad de cuentahabientes, emisores y beneficiarios. El manejo de valores físicos incluye diversas operaciones

comprometidas para su efectiva gestión: de renta fija y de renta variable, que pueden ser de corto o largo plazo y tienden a desenvolverse en sus propios mercados.

Los valores de renta fija poseen un rendimiento que no es influenciado por la situación de su compañía emisora, debido a que, por lo general, es pactado por mutuo acuerdo de las partes involucradas en el momento de su correspondiente emisión. Tradicionalmente, el poseedor de los valores de renta fija recibe un monto establecido durante cada periodo, sin embargo, se puede optar por recibir un interés fijo, como en los certificados de depósito, bonos, y similares. Para esto se emplean valores desprendibles que se emiten de manera paralela a los principales, que usualmente son cupones, para realizar los pagos establecidos a lo largo del periodo acordado entre las partes. Dichos valores desprendibles pueden ser negociados a criterio del poseedor en el momento que considere oportuno. No obstante, aquellos que no cuenten con valores desprendibles tienen que ser cancelados junto con el capital implicado y conocidos como «cero cupón».

A su vez, existen dos tipos de emisiones financieras de renta fija, de corto plazo y de largo. Las primeras son vigentes entre 1 y 360 días, mientras que las segundas comprenden un rango que debe ser mayor. Por el contrario, las emisiones financieras de renta variable poseen un rendimiento que variará en función de la situación de la compañía emisora debido a que, por lo general, abarcan capitales y dividendos que les corresponden a ellas y conllevan la propiedad de una parte porcentual. Debe considerarse la constante fluctuación que caracteriza este tipo de renta. Estos valores se negocian en el mercado bursátil y, usualmente, haciendo uso de intermediarios financieros que, gracias al conocimiento de las recientes tendencias de la bolsa y a la mayor familiarización con el entorno bursátil, representan un significativo beneficio.

Entre las emisiones financieras de renta variable, la acción es el título más empleado en los mercados de valores. Este título valor otorga a su poseedor el derecho a una parte porcentual del patrimonio de una compañía. Generalmente, son emitidos a la par de la constitución de la compañía, para lo cual los socios depositan sus contribuciones y obtienen acciones, en función de la magnitud de la contribución efectuada. Al ser variable el dividendo que recibe el accionista por concepto de las acciones, pueden ser efectivos o de acción (Fabozzi, Modigliani y Ferri, 1996; Loss, 1998; Pusetto, 2008; Brigard Urrutia Abogados, 2014).

En los mercados de valores, las constantes fluctuaciones de los precios que presentan las acciones hacen necesaria la creación de diversos indicadores que las analizan, atendiendo, principalmente, al nivel de liquidez, al comportamiento de alguna de las partes involucradas y a su capitalización bursátil. Por lo general e independientemente de las mediciones adoptadas por cada país, existen indicadores estandarizados y reconocidos a nivel internacional.

En los mercados financieros se encuentran tanto pequeños como grandes inversores. Generalmente, estos últimos son representados por intermediarios profesionales que se encargan de negociar sus títulos valores. En sus inicios, las negociaciones involucraban transacciones meramente físicas, sin embargo, esta situación cambió con la llegada de los valores desmaterializados, fenómeno que se analizará a continuación.

2. LA DESMATERIALIZACIÓN FINANCIERA EN EL MUNDO CONTEMPORÁNEO

En la actualidad sobrevive el método de negociación a viva voz, a partir del cual, a modo de subasta, los mejores postores logran adquirir los títulos valores deseados. El comercio electrónico no es ajeno a las nuevas formas de negociar con títulos valores, ya que con el paso de los años se ha comenzado a utilizar, en mayor medida, la negociación electrónica entre potenciales compradores y vendedores. Gracias a este mercado se permite a ambas partes llegar a un mutuo acuerdo sin limitaciones geográficas. La democratización del proceso de negociación de valores hace posible una mayor participación en la propiedad accionaria con los títulos valores que se posean, mediante la aplicación de normativas que aseguren mayor concurrencia y mejor difusión. Según Truce (2017), «los bancos no han sido conocidos por su agilidad y capacidad de respuesta a la demanda de los clientes». Esto se debe, en parte, a que son instituciones financieras altamente reguladas, encargadas de las responsabilidades fiduciarias de los clientes y vinculadas por las normas de protección al consumidor y de lucha contra el blanqueo de dinero (Garcimartin, 2014; Truce, 2017). Con frecuencia, son excluidos los intermediarios financieros debido a la creciente preferencia de las partes involucradas por la realización de transacciones de valores por vía directa, lo que representa beneficios relacionados, por ejemplo, con una mayor flexibilidad en el proceso de negociación. Pero la desmaterialización también acarrea los riesgos y obligaciones que conlleva la posesión de dichos valores. Usualmente, son los estados y las grandes corporaciones los que acceden a fondos de esta manera.

En la actualidad, en sintonía con la modernización ocasionada por el desarrollo de las nuevas tecnologías y con la crisis del papel causada por los elevados costos de la emisión en masa de los títulos valores en formato físico, se han desmaterializado y se ha llevado a cabo su producción electrónica. «Utilizando básicamente las modernas técnicas informáticas, se suprime el movimiento de masas ingentes de papel y devuelve a los mercados de capital la agilidad que habían perdido» (Uria, 2001, p. 837). Esta situación no solo ha representado una revolución para los mercados financieros, sino también ha proporcionado una alternativa mucho más práctica y ventajosa. Los autores clásicos son, en su mayoría, librecambistas vehementes, y se han interesado, sin dudas, por puntualizar las ventajas o ganancias que un país puede obtener mediante el comercio internacional (Schumpeter, 1994), la importancia que tiene el comercio externo, que se facilita con una reestructuración de los mercados (Levine y Zervos, 1998; Binswanger, 2000; Epstein, 2001; Stultz, 2001), y el hecho de que la desmaterialización de los valores constituye una necesidad (Aguilar, 2014).

La desmaterialización ha modificado casi por completo la posición en la que se encontraban las doctrinas tradicionales, las cuales eran consideradas irrefutables, a la vez que ha revolucionado los principios de seguridad jurídica en las transacciones, así como sus tiempos de realización, que se redujeron de manera considerable. La magnitud de sus consecuencias se ha manifestado en el hecho de que se convertido en una imperiosa necesidad la realización de nuevas investigaciones, con el fin de lograr la adaptación de las

instituciones financieras que se han desarrollado a la naturaleza física tradicional de los títulos valores. En los mercados financieros el fenómeno no se desarrolla del mismo modo para todos los títulos valores, pues las diversas condiciones y utilidades que conllevan ocasionan la existencia de diversos esquemas, creados con el fin de optimizar los procesos y facilitar la dinamización de las transacciones. Se contempla como una «pérdida de correspondencia entre las formas de circulación de los títulos valores y las formas de circulación de los bienes muebles» (Lener, 1990, p. 164).

La desmaterialización de los títulos valores consiste en la sustitución de valores físicos por medio de anotaciones en cuenta que poseen las mismas características, derechos, obligaciones y condiciones que los títulos físicos. Es un proceso moderno cuyo objetivo es emitir y negociar valores, que está siendo adoptado por los mercados de valores europeos y en Norteamérica. Por otro lado, en países como Perú, México, Brasil y Colombia existen ambientes parcialmente desmaterializados, y en Centroamérica, particularmente en Costa Rica y El Salvador, ya se cuenta con una legislación específica para desmaterializar valores.

La desmaterialización total obligatoria comprende la desvinculación por completo de la naturaleza física y electrónica de los títulos valores, por lo que la documentación física es totalmente suprimida para que el derecho quede representado exclusivamente con una inscripción en cuenta. Una opción más atenuada y que constituye una alternativa a este tipo es la desmaterialización total facultativa, pues otorga al poseedor del título valor la facultad de poder elegir entre si lo desmaterializa o lo continúa conservando en físico. Cabe destacar que la desmaterialización de la circulación no contempla la desmaterialización completa de los títulos valores en circulación, puesto que el título valor existe tanto desmaterializado, como en formato físico, es decir, conserva sus dos naturalezas como respaldo y garantía, pero, para futuras transacciones, se empleará únicamente el valor desmaterializado.

Para los emisores de títulos valores desmaterializados este proceso es ventajoso ya que:

- Posibilita la compatibilidad con estándares internacionales.
- Permite la reducción de los costos de emisión y facilidad para su gestión.
- Favorece la administración del proceso de emisión.
- Otorga rapidez a los aspectos logísticos implicados.
- Suprime la utilización de inventarios físicos tradicionales.

Los intermediarios financieros se benefician del proceso pues:

- Facilita el cumplimiento de la entrega de los requerimientos necesarios para las transacciones de valores.
- Reduce los plazos temporales.
- Permite la compra y venta de títulos valores en un mismo día.

- Impide la manipulación de los títulos valores.
- Reduce o suprime ciertos costos relacionados con el costo del personal a cargo y el traslado de los títulos valores.

Por otra parte, no se encuentra exento de desventajas, que pueden originarse, en su mayoría, por cuestiones tecnológicas. Son posibles los ataques de piratas electrónicos, la pérdida de información y el boicot del proceso por parte de usuarios con temor al cambio.

La inscripción fiduciaria de títulos ante un ente central contempla la transferencia de naturaleza fiduciaria de títulos valores en beneficio de un organismo central, lo que implica que la transferencia de títulos valores se realice exclusivamente en los desmaterializados, lo que suprime su naturaleza física. Para los mercados de valores internacionales la desmaterialización resulta sumamente ventajosa, por lo que la prefieren, pues acelera las actividades, minimiza el flujo de papel moneda y disminuye el uso de cheques y diversos formularios.

La negociación de títulos valores es crucial en las transacciones que son efectuadas en la bolsa de valores. Por ello, con el objetivo de permitir el mejor desarrollo de aquellas negociaciones de valores, existen servicios especializados, normativas y principios de supervisión. «La negociación es la utilización de la información y el poder para afectar comportamientos dentro de un remolino de tensiones» (Cohen, 1981, p. 13).

Las bolsas de valores poseen sistemas de negociación, conformados por plataformas destinadas a las transacciones de títulos valores en general. En este proceso es necesaria la intervención de comisionistas de bolsa, quienes pueden intervenir como compradores y vendedores. La totalidad de las transacciones efectuadas debe encontrarse registrada, en cuyo caso se describirán las condiciones generales de constitución de valores y el funcionamiento de los sistemas de negociación de valores y de registro de operaciones sobre valores, las aportaciones que sean realizadas por los administradores de los sistemas de negociación implicados, así como por los integrantes del sistema de negociación. Los estados que adopten la desmaterialización en sus mercados de valores consolidarán un estado de certeza jurídica, junto al ingreso a una nueva etapa de mercados digitales que representará nuevos nichos para realizar transacciones de títulos valores.

CONCLUSIONES

Los mercados de valores reportan ventajas sobre los mercados de dinero para los inversionistas, que se reflejan en la posibilidad de recibir beneficios mayores al obtener financiamiento mediante la compra de títulos valores. Entre las principales se halla el control de los riesgos que su desarrollo desmedido entraña para el sistema financiero, incluyendo su nocividad como fuente de contagio, observable durante la crisis financiera de 2008.

En sintonía con la modernización ocasionada por el desarrollo de las nuevas tecnologías y con la crisis del papel causada por los elevados costos de la emisión en masa de los títulos valores en formato físico, se han desmaterializado y se ha llevado a cabo su producción electrónica. Esta situación ha generado beneficios para

los intermediarios financieros, pues facilita la entrega de todo lo necesario para las transacciones de valores, reduce los plazos temporales, impide la manipulación de los títulos valores y disminuye o suprime ciertos costos relacionados con el costo del personal a cargo y el traslado de los títulos. No obstante, existen aspectos negativos: a) los sistemas pueden sufrir ataques por parte de piratas electrónicos, b) es posible la pérdida de información y c) los usuarios con temor al cambio pueden boicotear el desarrollo del proceso.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGUILAR, J. (2014): «La desmaterialización de títulos en el mercado de valores ecuatoriano», <<http://repositorio.ucsg.edu.ec/handle/3317/1779>> [20/2/2019].
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2011): «Principios para las infraestructuras del sistema financiero», <http://www.bis.org/cpmi/publ/d94_es.pdf> [20/2/2019].
- BARRO, R. (1990): «The stock market and investment», *The Review of Financial Studies*, vol. 3, n.º 1, Reino Unido, pp. 115-131.
- BINSWANGER, M. (2000): «Stock Returns and Real Activity: Is There Still a Connection?», <<http://www.mathias-binswanger.ch/index.php/artikel-in-fachzeitschriften/10-stock-returns-and-real-activity-is-there-still-a-connection>> [20/2/2019].
- BRIGARD URRUTIA ABOGADOS (2014): «Guía del mercado de valores», <<http://bu.com.co/sites/default/files/documentos/guia-del-mercado-de-valores.pdf>> [20/2/2019].
- BRÜNNER, V. (1892): *Die Wertpapiere*, Leipzig, Suiza.
- COHEN, H. (1981): *Todo es negociable*, Planeta, Barcelona.
- CORREA, E. (2008): *Financiamiento, vulnerabilidad e inserción financiera extranjera*, Akal, Madrid.
- DE LA OLIVA DE CON, F. y J. A. AGUILAR CABEZAS (2019): «La intermediación financiera en el mundo contemporáneo desde un enfoque marxista», *Cofin Habana*, vol.13, n.1, La Habana.
- EPSTEIN, G. (2001): *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, Estados Unidos, University of Massachusetts, Boston.
- FABOZZI, F.; F. MODIGLIANI y M. FERRI (1996): *Mercados e instituciones financieras*, Pearson Educación, México D.F.
- FAMA, E. (1981): «Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money», *American Economic Review*, vol. 71, n.º 4, Estados Unidos, pp. 545-565.
- GARCIMARTIN, F. (2014): *Sistemas de representación y tenencia de valores*, Universidad Autónoma, Madrid.
- GIRÓN, A. y A. CHAPOY (2009): «Financiarización y titulación: un momento Minsky», <<http://www.revistas.unam.mx/index.php/ecu/article/view/2968>> [20/2/2019].
- GOLDSMITH, R. (1969): *Financial structure and development*, Yale University Press, Estados Unidos.
- HULL, J. (2002): *Introducción a los mercados de futuros y opciones*, Prentice Hall, Madrid.

- JACOBI, E. (1990): *Mercados de valores*, Ecoe Ediciones, Bogotá.
- JOBST, A. (2008): *¿Qué es la titulización?*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.
- LENER, R. (1990): *La dematerializzazione dei titoli azionario e il sistema Monte Titoli*, Giuffré, Milán.
- LEVINE, R. y S. ZERVOS (1998): «Stock Markets, Banks, and Economic Growth», *American Economic Review*, vol. 88, n.º 3, Estados Unidos, pp. 537-558.
- LOSS, L. (1998): *Fundamentals of Securities Regulation*, Little Brown and Company, Boston.
- MONTOYA, U. (1982): *Comentarios a la Ley de Títulos Valores*, Editorial Desarrollo S.A.C., Lima.
- NASSEH, A. y J. STRAUSS (2000): «Stock Prices and Domestic and International Macroeconomic Activity: A Cointegration Approach», *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 40, n.º 2, Elsevier, Amsterdam, pp. 229-245.
- PUSSETTO, L. (2008): «Sistema financiero y crecimiento económico», *Palermo Business Review*, n.º 1, Buenos Aires, pp. 47-60.
- SAVIGNY, F. (1848): *The Jus Possessionis of the Civil Law*, S. Sweet, Londres.
- SCHUMPETER, J. (1994): *Historia del análisis económico*, Ariel S.A., Madrid.
- SILVERSTOV, B. y M. DUONG (2006): «On the Role of Stock Market for Real Economic Activity: Evidence for Europe»,
<https://www.researchgate.net/publication/45126971_On_the_Role_of_Stock_Market_for_Real_Economic_Activity_Evidence_for_Europe/citation/download> [20/2/2019].
- SOTO, R. (2013): «América Latina. Entre la financiarización y el financiamiento productivo», *Problemas del Desarrollo*, vol. 44, n.º 153, México D.F., pp. 57-78.
- STULTZ, R. (2001): *Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective*, Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge.
- TRUCE, C. (2017): «¿Desaparecerá la banca mediana sin un Fintech?»,
<<http://www.finanzas.com/noticias/empresas/20170214/desaparecera-banca-mediana-entorno-3566804.html>> [20/2/2019].
- URIA, R. (2001): *Derecho mercantil*, Marcial Pons, Madrid.
- VIVANTE, C. (1989): *Tratado de derecho mercantil*, Editorial Reus, Madrid.