

## SOBRE LOS VALORES ELECTRÓNICOS EN COLOMBIA

El mercado de valores en Colombia ha experimentado una intensa transformación a lo largo de la última década. No sólo hay un mayor interés de parte de las empresas por obtener financiación por medio de instrumentos como los bonos o la emisión de acciones, sino que hay un número creciente de personas naturales ofreciendo sus ahorros a otras oportunidades de negocios. En ello ha jugado un papel importante la reducción de costos asociada a la participación en el mercado de capitales.

En parte, ello ha sido posible gracias a avances sustantivos en el marco regulatorio, en el cual se ha dado prioridad a la solidez jurídica como condición para desarrollar este tipo de operaciones financieras. Así, la Ley 964 de 2005 y el Decreto 2555 de 2010 significaron un gran paso en términos de claridad normativa, reduciendo (al mismo tiempo) los costos de transacción. Complementariamente, se ha progresado significativamente en proveer todo el andamiaje requerido para transar valores de forma electrónica, de forma desmaterializada y segura.

El avance de este tipo de transacciones de valores por la vía electrónica provee de mayor eficiencia y agilidad a un mercado con participación creciente. La disminución de los costos asociados al intercambio de valores ha puesto a este tipo de títulos como eje transversal de la profundización financiera por medio del mercado de capitales.

*El reto de un valor electrónico, esto es, desmaterializado, corresponde entonces a garantizar la misma estructura de derechos contenidos en el papel, pero en un mensaje de datos.*

En esta edición de *Enfoque* analizaremos la evolución de los valores electrónicos y cuáles son sus soportes jurídicos. Ello nos permitirá determinar cómo se ha expandido el universo de títulos, pasando de las acciones hacia otros instrumentos como los pagarés, los CDTs y otros títulos de contenido crediticio. Para todo esto ha sido crucial el papel de los depósitos centralizados de valores, entre ellos Deceval, cuyos sistemas informáticos robustos y seguros han permitido la consolidación de esta alternativa jurídica.

### **De los valores tradicionales a los valores electrónicos**

Según la Ley 964 de 2005, se entiende como *valor* todo derecho de naturaleza

negociable que haga parte de una emisión cuyo objeto o efecto es la captación de recursos del público. Esta definición incluye acciones, bonos, papeles comerciales, certificados de depósito de mercancías, títulos o derechos resultantes de procesos de titularización, títulos representativos de capital de riesgo, CDTs, aceptaciones bancarias, cédulas hipotecarias o cualquier título de deuda pública. Adicionalmente, se incluyen los contratos y derivados financieros cuyo subyacente sea energía eléctrica o gas, en los términos definidos por la Comisión de Regulación de la Energía y el Gas (CREG).

Tradicionalmente, los valores involucran un documento físico con validez probatoria cuya tenencia equivalía a la propiedad del derecho allí estipulado. El reto de un valor electrónico, esto es, desmaterializado, corresponde entonces a garantizar la misma estructura de derechos contenidos en el papel, pero en un mensaje de datos. Ello se logró a través de la Ley 527 de 1999, que reconoce la existencia de valores contenidos en mensajes electrónicos, extendiendo los requerimientos de un título tradicional a las formas electrónicas (firma, promesa de pago, tipo de pago y vencimiento). Adicionalmente, la Ley 964 estableció la anotación en cuenta, que es el registro de los derechos sobre el título en cuentas de depósito (administradas por depósitos centralizados de valores) con la cual se perfecciona su creación, emisión y transferencia. Quien figure en los asientos del

# ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



OCTUBRE 12 DE 2011

PÁGINA 2

registro electrónico es titular del valor y es poseedor de los derechos a los que éste haga referencia.

Estos valores electrónicos tienen varias ventajas (ver Camargo y Vélez, 2002). En primer lugar, al sustituir la posesión física por un asiento contable, se elimina el riesgo de pérdida para el propietario. Segundo, se disminuyen los costos de emisión, en la medida en que se reducen los costos de custodia y pago de títulos físicos. Tercero, se facilita la labor de las bolsas y de las cámaras de compensación, dado que no hay necesidad de tener un gran *stock* de títulos físicos almacenados. Cuarto, baja la posibilidad de fraude y falsificación, ya que éstos son códigos alfanuméricos protegidos a través de claves y firmas electrónicas encriptadas. Por último, se reducen los costos de transporte y de reposición de títulos, teniendo en cuenta que no hay riesgo de deterioro.

La profundización del sistema financiero colombiano, con más operaciones y de mayor complejidad, ha llevado al desarrollo de instrumentos que aumenten la eficiencia, la agilidad y la seguridad de las transacciones. Los depósitos centralizados de valores, como Deceval, son los encargados de mitigar estos riesgos, centralizando el movimiento y la custodia de títulos (según la Ley 27 de 1990). Su existencia elimina la circulación física de los títulos y propende por la desmaterialización, dado que pueden reducir costos por medio de sistemas informáticos que establecen la propiedad de los valores.

En otras palabras, los depósitos centralizados de valores tienen la fortaleza jurídica y

*Los depósitos centralizados de valores, como Deceval, son los encargados de mitigar estos riesgos, centralizando el movimiento y la custodia de títulos.*

de seguridad para garantizar el ejercicio del derecho estipulado por parte del propietario y que el título no será utilizado por terceros. Ello juega un papel crucial en el caso de los títulos valores electrónicos, en la medida en que tienen los esquemas de seguridad informática para preservar la integridad del título (en la medida en que ésta es la exigencia principal que hace la Ley 527 en cuanto a su reconocimiento como valor).

En general, los valores tienen dos características: i) la obligación legal de cumplir con lo estipulado en el título, honrando el derecho del adquirente; y ii) la firma de quien lo crea. Adicionalmente, cumplen cuatro principios: necesidad, autonomía, literalidad e incorporación. El título electrónico debe entonces mantener esas características y

principios. Asimismo, la eficacia jurídica del valor depende de la aquiescencia respecto de los derechos allí estipulados, lo cual se obtiene a través de la firma. Sin embargo, dadas las características del título electrónico, la firma no puede ser autógrafa, pero sí debe cumplir con las características de una firma convencional.

Según la Ley 527, la firma electrónica corresponde a cualquier método confiable y apropiado que incorpore, adjunte o lógicamente asocie a un texto datos electrónicos que identifiquen al firmante (ver Gamboa y Remolina, 2009). Esto implica el consentimiento del firmante en cuanto al método utilizado, que corresponde especialmente al uso de claves públicas y privadas que salvaguarden la autenticidad y la integridad de los valores electrónicos. Ello le da al valor electrónico plena fuerza jurídica y habilita su endoso electrónico, porque se puede identificar al endosante.

Toda esta arquitectura institucional ha permitido un amplio desarrollo de la desmaterialización de valores. El grueso de las emisiones de acciones recientes se ha realizado no con la entrega de un documento físico, sino como un asiento contable custodiado a través de los programas informáticos de Deceval. Entre tanto, otros instrumentos del mercado, como los pagarés, los CDTs y otros títulos de contenido crediticio han venido transitando en esta línea, con lo que se está poniendo la semilla para la profundización del mercado colombiano de valores.

Por ejemplo, Deceval reporta que los pagarés desmaterializados ascendieron a 5.229 en septiembre de 2011, lo cual representa un extraordinario crecimiento frente a

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



OCTUBRE 12 DE 2011

PÁGINA 3

apenas 274 en diciembre de 2010 (ver gráfico adjunto). Ello refleja el creciente interés de los agentes en el mercado por aprovechar las evidentes ventajas de los títulos electrónicos, dado que se maximiza la flexibilidad en la negociación de los valores y los ingresos derivados de estas operaciones se distribuyen más rápidamente. Esta cifra es comparable con los niveles de Chile, cuyo depósito de valores mantenía un saldo de 8.873 letras de crédito desmaterializadas (99.9% del total) a la altura de diciembre de 2010.

### Conclusiones

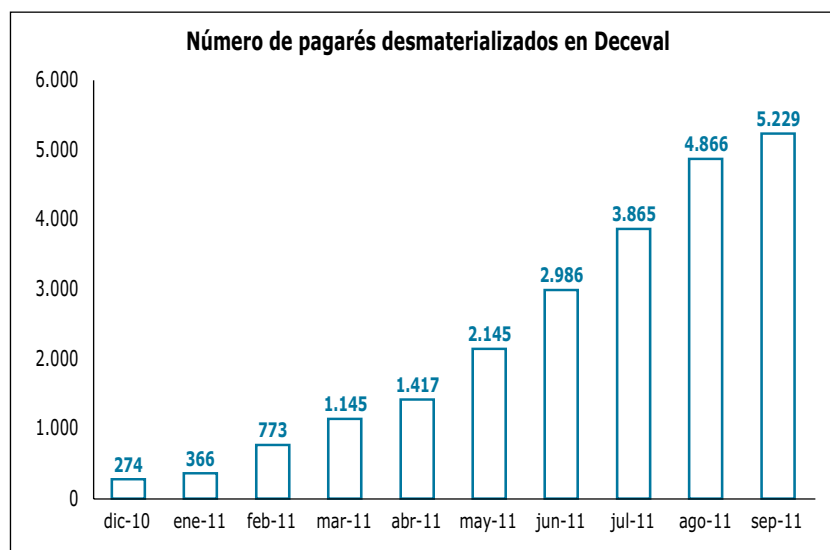
Los valores electrónicos son una realidad que ha ido dejando de lado a las emisiones soportadas en documentos físicos. La emisión de estos títulos tiene ventajas significativas, dado que no sólo se reducen los costos de emisión, transporte y reposición, sino que se minimizan los riesgos de fraude, falsificación y pérdida (más aun cuando se estima que el valor de estos costos en Estados Unidos asciende al 2%-3% del valor del mercado). Ello ha sido posible gracias a un marco jurídico moderno establecido a través de la Ley 527 de 1999, la cual sentó las bases para la realización del comercio electrónico en Colombia.

El desarrollo de los valores electrónicos en nuestro país

*La inversión de los depósitos centralizados de valores en sistemas informáticos robustos para mantener la seguridad de los títulos y evitar el fraude y la falsificación mitiga los riesgos más protuberantes de los documentos físicos.*

ha sido posible gracias al progreso de las instituciones relacionadas con el mercado de valores. En primer lugar, los depósitos centralizados de valores, entre ellos Deceval, son la pieza central en la desmaterialización, custodia e inmovilización de los valores. La inversión de estas entidades en sistemas informáticos robustos para mantener la seguridad de los títulos y evitar el fraude y la falsificación mitiga los riesgos más protuberantes de los documentos físicos. Adicionalmente, centralizan la información del mercado y ofrecen ventajas en términos de relación con los inversionistas y consolidación de la información de los tenedores, con lo que se reducen los costos para los distintos agentes del mercado. Finalmente, la creación de autoridades certificadoras de firmas electrónicas ha sido un instrumento importante para otorgar la validez apropiada a los valores electrónicos.

Todo esto ha redundado en un mayor número de valores electrónicos en el mercado. Así, entre otros, los pagarés han tenido un crecimiento espectacular: de tan sólo 274 en diciembre de 2010, se ha pasado a más de 5.000 en septiembre de 2011. Con esto se ha puesto la semilla de una mayor profundización del sistema financiero colombiano a través del mercado de capitales.



Fuente: Deceval.

Escríbanos sus comentarios a: [vduran@deceval.com.co](mailto:vduran@deceval.com.co) o [avera@anif.com.co](mailto:avera@anif.com.co)

\* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.