

## §24. ALGUNOS ASPECTOS LEGALES DE LA TITULARIZACIÓN DE CRÉDITOS BANCARIOS

*Gustavo Muci Facchín*

Profesor de la Universidad Metropolitana

### I. INTRODUCCIÓN

En la última década se han venido desarrollando una gran variedad de instrumentos financieros sofisticados que permiten a los diversos agentes de la economía obtener recursos a menores costos. Uno de estos mecanismos está constituido por la titularización de activos originados de flujos de caja recurrentes. La idea que subyace de estos procesos es lograr la transformación de activos ilíquidos (no susceptibles de negociación) en recursos actuales (anticipar a valores presentes flujos de caja futuros), permitiendo de este modo su libre aplicación a las necesidades reales de las empresas.

Así, en el caso de la banca y otras instituciones financieras, los costos operativos originados por el establecimiento de niveles mínimos de patrimonio (comúnmente conocido como “adecuación patrimonial”), la competencia por la captación de recursos generada por la incorporación activa de nuevos entes financieros, tales como las entidades de inversión colectiva y las casas de bolsa, y la llamada banca de gaveta, han generado que las instituciones financieras busquen vías o alternativas que permitan hacerles más competitivos dentro del mercado financiero actual. La titularización<sup>1</sup> de créditos bancarios es una de dichas alternativas, pues permite a los bancos, por una parte, desprenderse, en forma definitiva, de ciertos activos que componen su patrimonio y la posibilidad, en consecuencia, de disminuir los costos operativos inherentes al cumplimiento de los límites de patrimonio establecidos en nuestra legislación bancaria, y por la otra, cumplir con la banca de gaveta mediante la inversión en títulos de participación, originados en procesos de titularización, cuyos activos subyacentes pueden encontrarse constituidos por créditos dirigidos a satisfacer necesidades de vivienda, el desarrollo agroindustrial y agropecuario, el desarrollo y fomento de la microempresa, el desarrollo y fomento del turismo, entre otros. También permite a los bancos y demás instituciones financieras plantear a sus clientes corporativos o con carteras deudoras importantes, la reestructuración de su deuda mediante la constitución de vehículos de propósito especializados con nuevos activos y dar en pago a las instituciones financieras los títulos valores emitidos mediante procesos de titularización. Lógicamente que la estructuración financiera y legal de los procesos de titularización dependerá de las situaciones específicas de cada institución financiera o cliente respectivo, pero la versatilidad de este mecanismo financiero permitirá adaptarlo a las necesidades propias de las partes.

---

<sup>1</sup> Fenómeno al cual se ha denominado “securitization” en los países anglosajones”.

Es así, como la “titularización” ha surgido como un nuevo sistema de intermediación financiera (se ubica dentro del conocido fenómeno de la “desintermediación financiera”) que sustituye y complementa a los mercados institucionales, tales como el bancario.

## II. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR TITULARIZACIÓN?

La actividad relativa a la cesión onerosa, plena, definitiva, irrevocable e incondicionada de créditos bancarios con vencimiento futuro que luego serán fraccionados e incorporados a valores negociables<sup>2</sup>, se ha denominado “titularización de créditos bancarios”. En el proceso de “titularización de créditos bancarios”, la institución bancaria originaria del crédito o cartera de créditos (acreedor originario) lo enajena a un “vehículo de propósito especializado” (cesionario), el cual puede operar bajo la figura de un fideicomiso o de una sociedad (ambos dotados de autonomía patrimonial, aunque el primero sin personalidad jurídica propia), quien lo agrega a su patrimonio y emite valores bursátiles con la garantía de los derechos de crédito cedidos contenidos en la respectiva cartera de créditos.

El propósito que se persigue con la ejecución de un proceso de titularización como el expuesto con antelación, es lograr la transformación de activos ilíquidos -representados en la cartera de créditos cedida al “vehículo de propósito especializado”- en recursos líquidos (inmediatamente disponibles), generando los beneficios que expondremos *infra*. Es a este proceso lo que la doctrina más calificada ha denominado la “metamorfosis de los activos”<sup>3</sup>, y presenta “una finalidad neutra e instrumental, consistente en fraccionar aquél crédito o créditos iniciales”<sup>4</sup> en títulos valores negociables, sin que opere la novación del crédito o créditos originarios.

Los créditos que pueden ser objeto del proceso de titularización son de la más variada gama (siempre y cuando presenten un historial de flujo de caja periódico y oportuno), entre los cuales encontramos: créditos comerciales, de consumo o hipotecarios<sup>5</sup>. La titularización de créditos hipotecarios dio origen al mercado secundario de hipotecas que abordaremos *infra*.

El “vehículo de propósito especializado” incorpora a su propio patrimonio el o los créditos que le fueron inicialmente cedidos por el acreedor originario y luego, con cargo a los derechos crediticios contenidos en la cartera de crédito cedida, emite títulos valores bursátiles y así actúa como un vehículo de transformación financiera. Tales títulos valores estarán respaldados por la propia cartera de crédito adquirida y que le sirve de activo subyacente y, por tanto, de fuente de pago original de los mismos, sin menoscabo que se constituyan garantías de pago específica, tales como fianzas bancarias, cartas de crédito “stand-by”, garantías reales (hipotecas o prendas), o el aporte sobredimensionado de

2 Véase al efecto TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Editorial Dykinson, S.L., Madrid, 1998, p. 279, quien señala que “Desde el punto de vista financiero, se ha dicho que la titulización es un proceso de conversión de un activo financiero poco líquido en otros más líquidos, que pueden negociarse entre las inversiones sin necesidades de ser ellos los originarios de tales títulos”.

3 SCHWARCZ, Steven L., *Structuring and legal Issues of Asset Securitization in the United States*, International Financial and Legal Perspectives, Center for Commercial Law Studies Queen Mary and Westfield College, University of London, 1991.

4 TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Editorial Dykinson, S.L., Madrid, 1998, p. 280.

5 La actividad de transformación de préstamos o créditos hipotecarios en títulos valores bursátiles de contenido crediticio, se le ha denominado “mercado secundario de hipotecas”.

créditos, entre otras. De esta manera, la propia “titularización de créditos bancarios” es una garantía práctica en sí misma para el poseedor de los títulos valores, en tanto que el pago del crédito contenido en dicho título no dependerá tanto de la salud financiera del emisor, sino de la calidad de los activos subyacentes que le dan vida, los cuales, desde una perspectiva metafórica, constituyen el corazón de dichos títulos valores; la fuente de pago de los referidos valores está determinada principalmente por el flujo de caja que genera la cartera de crédito cedida<sup>6</sup>.

El proceso de “titularización de créditos bancarios” implica, como efecto práctico, para el sistema bancario los siguientes beneficios: (i) potencial disminución del riesgo de la cartera de crédito proporcionalmente de los niveles de provisión de cartera al serle transferido dicho riesgo al “vehículo de propósito especializado”; (ii) posible disminución del índice deuda/patrimonio; (iii) disminución de costos operativos por concepto de menores exigencias de niveles de solvencia; (iv) rotación dinámica de la cartera crédito con antelación a su vencimiento, anticipando de esta manera su valor descontando, permitiéndole así incorporar los recursos obtenidos por la cesión de los créditos a su actividad productiva, ya sea para otorgar nuevos créditos o realizar nuevas inversiones; (v) el “vehículo de propósito especializado” obtiene una remuneración en forma de comisiones de gestión; (vi) incremento en el ingreso por concepto de comisiones bancarias tanto por el propio otorgamiento de los créditos que luego serán enajenados al “vehículo de propósito especializado” con el objetivo de ser “titularizados” (por la propia rotación dinámica de la cartera de crédito antes aludida), como la gestión del cobro de los créditos (principal e intereses) a los deudores y luego su acreditación en las cuentas correspondientes al “vehículo de propósito especializado”, así el banco queda vinculado al prenombrado vehículo como un mero agente de cobro sujeto a las normas del mandato civil; y, (vii) incorpora activos nuevos al patrimonio de la institución bancaria (ya sea por la vía del otorgamiento de nuevos créditos o el incremento de la cartera de inversión) sin tener necesariamente que aumentar los niveles de capitalización.

Asimismo, el proceso de “titularización de créditos bancarios” impacta positivamente a la economía induciendo el decrecimiento de las tasas de interés activa; ampliación del mercado de capitales al constituir una herramienta eficiente para su propio desarrollo y, en consecuencia, para la estabilidad del sistema financiero; creación de novedosos instrumentos de captación del ahorro que amplían las posibilidades de inversión por parte de los inversionistas institucionales y de los inversionistas comunes; manejo y transferencia de riesgos; entre otros.

---

6 Dentro de las alternativas tradicionales de financiamiento corporativo en los mercados de capitales, se incluyen principalmente la emisión de acciones (títulos valores de renta variable), la emisión de papeles comerciales u obligaciones (títulos valores de renta fija), pero dichas alternativas presentan la debilidad práctica de que vinculan obligatoriamente al poseedor de dichos títulos con la vida funcional del emisor (el riesgo financiero que el inversionista asume es el del emisor de los títulos valores). Si el emisor atraviesa por problemas financieros, el repago de las deudas asumidas podría verse severamente afectado. De esta manera, la titularización se configura en una garantía práctica para el poseedor de los títulos valores, en tanto que su pago no dependerá tanto de la solvencia financiera del emisor sino de la calidad de los activos que servirán de activos subyacentes de los títulos valores que el “vehículo de propósito especializado emitirá”.

### III. SUJETOS INVOLUCRADOS EN EL PROCESO DE “TITULARIZACIÓN DE CRÉDITOS BANCARIOS”

En los procesos de “titularización de créditos bancarios” intervienen pluralidad de actores; entre los cuales destacan: la institución bancaria originadora de la cartera de créditos cedida; el “vehículo de propósito especializado” comprador o cesionario de la cartera de crédito sobre la cual emite títulos valores negociables o bursátiles; los inversionistas que suscriben o adquieren los títulos valores emitidos por el “vehículo de propósito especializado”; instituciones financieras (bancos, empresas de seguros, sociedades de corretaje de títulos valores) que actúan como garantes del “vehículo de propósito especializado” en las emisiones de títulos valores o como proveedores de financiamiento puente para la adquisición de cartera de crédito que luego servirá de activo subyacente para nuevas emisiones de títulos valores o para el mantenimiento del equilibrio entre la posición activa (cartera de crédito cedida) y la posición pasiva (títulos valores emitidos) o también, en algunos casos, como colocadores de los títulos valores que emita el “vehículo de propósito especializado”; el representante de los obligacionistas en la eventualidad que el “vehículo de propósito especializado” emita títulos valores de renta fija; y, las sociedades calificadoras de riesgo, quienes opinarán sobre la calidad crediticia de los valores emitidos o por emitir por el “vehículo de propósito especializado”.<sup>7</sup>

### IV. ASPECTOS CONTRACTUALES DEL PROCESO DE “TITULARIZACIÓN DE CRÉDITOS BANCARIOS”

El proceso de “titularización de créditos bancarios” se presenta, en su conjunto, como una operación jurídica atípica, heterogénea y compleja, en la cual intervienen, como quedó expuesto con antelación, multiplicidad de sujetos, quienes celebran en forma sucesiva y programada un cúmulo de contratos -de tipo consensual, bilateral, conmutativo y oneroso- que se encuentran coordinados de cara a la consecución de un objetivo común, cual es la transformación financiera consistente en el fraccionamiento de la cartera de crédito cedida, conformada -en términos generales- por créditos con características heterogéneas, en títulos valores de contenido principalmente crediticio y de características homogéneas.

Así, el proceso de “titularización de créditos bancarios” está compuesto por negocios jurídicos “sucesivos, programados y coordinados”, entre los cuales se encuentran: i) la originación u otorgamiento del crédito por parte de la institución bancaria respectiva (acreedor originario); ii) la auditoria y valoración de la cartera de crédito que será objeto de cesión futura; iii) la cesión definitiva, plena, incondicionada e irrevocable de los créditos otorgados por el acreedor originario, por el plazo remanente hasta su vencimiento, al “vehículo de propósito especializado” (cesionario); iv) la suscripción por parte del cesionario de una línea de crédito bancaria que podrá utilizar tanto como crédito puente para la formalización y pago de la compra-venta de los créditos otorgados por el acreedor originario o como fuente de liquidez que le permita mantener el equilibrio entre su posición activa y su posición pasiva, según expusimos en el punto previo; v) la sus-

---

<sup>7</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Editorial Dykinson, S.L., Madrid, 1998, p. 280.

cripción de un contrato de fideicomiso irrevocable, en el caso en que el “vehículo de propósito especializado” opere bajo la figura de un fideicomiso; vi) la celebración de un contrato de gestión de la cartera de crédito cedida entre el acreedor originario y el “vehículo de propósito especializado”; vii) la preparación de un prospecto de emisión de los títulos valores que emitirá el “vehículo de propósito especializado”, en caso que la emisión implique oferta pública; viii) la contratación de garantías bancarias (contratos de fianza o cartas de crédito “stand-by”), si fuere necesario; ix) la celebración de contratos de colocación de los títulos valores que emitirá el “vehículo de propósito especializado”; x) la contratación de una agencia calificadora de riesgo para la calificación de riesgo de los títulos valores que emitirá el “vehículo de propósito especializado”.

## V. NATURALEZA JURÍDICA DE LOS TÍTULOS VALORES EMITIDOS POR EL “VEHÍCULO DE PROPÓSITO ESPECIALIZADO”

En principio, los valores que se emitan por efecto de un proceso de titularización, tendrán el carácter de derivados o derivativos, es decir, serán instrumentos que tienen su origen en bienes o activos originados por un tercero distinto al emisor de los precitados títulos, y se alimentan del flujo de caja que generan esos bienes que le sirven de activos subyacentes. También, tales bienes pueden servir para garantizarle a los tenedores el pago oportuno de sus acreencias. El precio del derivativo estará íntimamente ligado a la calidad del subyacente y al precio que éste tenga en su propio mercado (de tenerlo) o de la calificación de riesgo correspondiente.

Los títulos valores derivados o derivativos son todos aquellos que, tal como lo señala su nombre, derivan su precio o tienen su origen o dependen de la existencia de un activo subyacente determinado (*Vgr.*, créditos bancarios). Los títulos valores derivados o derivativos no tienen sustento económico-financiero sin la existencia del activo subyacente que les da origen y que mediante la emisión de tales títulos el activo subyacente, en algunos casos, es fraccionado. Es así como entre ambos -activo subyacente y título valor derivado o derivativo- existe una unión indisoluble, pues, reiteramos, sin la existencia del activo subyacente, resultaría imposible en algunos determinar el precio del título valor derivado o derivativo y para otros casos no existiría una fuente cierta de proveniencia del flujo de caja necesario para pagarle a los tenedores de tales títulos<sup>8</sup>.

La Ley de Mercado de Capitales<sup>9</sup> faculta a la Comisión Nacional de Valores para fijar las reglas conforme a las cuales se podrá autorizar la inscripción y oferta pública de los productos derivados y de los títulos o valores representativos de derechos de participación<sup>10</sup>; con base a esa facultad dictó las Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos, de fecha 10 de septiembre de 2002<sup>11</sup>. El artículo 53 de la Ley de Mercado de Capitales prescribe que se entenderá por derivativos, entre otros,

---

8 Al efecto véase MUCI FACCHIN, Gustavo, *Los Contratos de Opciones y Futuros en Venezuela*, Editorial Jurídica Venezolana, Caracas, 1998, p. 85.

9 Publicada en la *Gaceta Oficial de la República de Venezuela* N° 36.565, de fecha 22 de octubre de 1998.

10 Artículo 52 de Ley de Mercado de Capitales.

11 Dichas Normas fueron dictadas por la Comisión Nacional de Valores obedeciendo al consenso institucional sobre la importancia de fomentar los procesos de titularización de activos en Venezuela y su repercusión directa en la reactivación del mercado de capitales y de la economía en general, así como su utilidad práctica para ejecutar procesos de refinanciamiento de cartera.

“...cualquier otro tipo de instrumento cuyo valor esté determinado y fijado por referencia al valor de otro activo...”.

Ahora bien, según se estructure el esquema de “titularización de créditos bancarios”, podrá haber variación en los tipos de títulos valores que emita el “vehículo de propósito especializado”. En tal sentido, si el esquema de titularización se ejecuta a través de la figura del fideicomiso, entonces estaremos en presencia de títulos valores de participación crediticia que confieren a sus titulares intereses en una parte alícuota (cuotas o partes indivisas) de la cartera de crédito que les sirve de subyacente, creando entre los titulares una suerte de comunidad pro indiviso<sup>12</sup> respecto a esa cartera de créditos; tales títulos valores constituirán una clara representación de aquellos denominados derivados o derivativos<sup>13</sup>. En este caso, consideramos que los titulares estarían facultados, según prescribe el artículo 168 del Código de Procedimiento Civil, para ejercer en forma conjunta o separada, en la eventualidad de una moratoria, acción oblicua contra cualquiera de los deudores cedidos morosos y así conminarlos al cumplimiento de sus obligaciones y lograr que las cantidades debidas ingresen al patrimonio fiduciario desde donde podrán cobrarse.

Ahora bien, si el esquema de titularización se ejecuta a través del uso de una sociedad, habrá que analizar cada operación en específico a efectos de determinar la naturaleza jurídica del título respectivo, pero si la suerte de dicho título se encuentra estrechamente vinculada a un determinado activo subyacente, como ocurre por ejemplo con las unidades de valor emitidas por las entidades de inversión colectiva, entonces podrá afirmarse que se trata también de un título valor derivado o derivativo independientemente que revista el carácter de título valor de renta variable (acciones) o de renta fija (papeles comerciales u obligaciones).

## VI. FORMAS MÁS COMUNES DE TITULARIZAR

Existen dos formas muy comunes de titularizar; a saber: i) los “Pass-throughs”; y, ii) los “Pay-throughs”.

Los “pass-throughs” corresponden al proceso de titularización que se ejecuta a través de la figura del fideicomiso. El acreedor originario actúa como fideicomitente y aporta

---

12 Al efecto véase KUMMEROW, Gert, *Compendio de Bienes y Derechos Reales*, 3° Edición, Ediciones y Distribuciones “MAGON”, Caracas, 1980, pp. 370-372.

13 A título de ejemplo, citamos el artículo 228-A de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito de los Estados Unidos Mexicanos de fecha 13 de junio de 2003, el cual prescribe que “Los certificados de participación son títulos de crédito que representan: a) El derecho a una parte alícuota de los frutos o rendimientos de los valores, derechos o bienes de cualquier clase que tenga en fideicomiso irrevocable para ese propósito la sociedad fiduciaria que los emita; b) El derecho a una parte alícuota del derecho de propiedad o de la titularidad de esos bienes, derechos o valores; c) O bien el derecho a una parte alícuota del producto neto que resulte de la venta de dichos bienes, derechos o valores.

En el caso de los incisos b) y c), el derecho total de los tenedores de certificados de cada emisión será igual al porcentaje que represente en el momento de hacerse la emisión el valor total nominal de ella en relación con el valor comercial de los bienes, derechos o valores correspondientes fijado por el peritaje practicado en los términos del artículo 228 h. En caso de que al hacerse la adjudicación o venta de dichos bienes, derechos o valores, el valor comercial de éstos hubiere disminuido, sin ser inferior al importe nominal igual al nominal de sus certificados; y, si el valor comercial de la masa fiduciaria fuere inferior al nominal total de la emisión, tendrán derecho a la aplicación íntegra de los bienes o producto neto de la venta de los mismos.”

onerosa, incondicionada e irrevocablemente la cartera de crédito que corresponda, y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento, al fideicomiso, creando así un patrimonio fiduciario autónomo e independiente, con el objetivo que el fiduciario emita títulos valores de participación crediticia cuyos titulares serán a su vez beneficiarios del fideicomiso. Se trata de una estructura transparente porque los títulos valores emitidos trasladan el capital y los intereses desde los deudores hasta los inversionistas, a través de los intermediarios (acreedor originario que funge como agente de gestión de la cartera de crédito cedida y el fiduciario que hace los abonos correspondientes a cada uno de los beneficiarios una vez que recibe los fondos del acreedor originario), en una cuota parte de la inversión realizada por el poseedor del título. Este tipo de estructura permite a los inversionistas obtener todos los beneficios generados por el activo subyacente, pero a la vez cargan con el riesgo del activo subyacente. En realidad, el “vehículo de propósito especializado” tan sólo expone a los inversionistas al riesgo de mala administración, puesto que como los plazos de vencimiento de sus activos (cartera de crédito cedida) y sus pasivos (títulos valores de participación crediticia), es difícil que ocurra una moratoria en los pagos.

Los “pay-throughs” corresponden al proceso de titularización que se vale de una persona jurídica independiente (no debe mediar entre el acreedor originario y el “vehículo de propósito especializado” intereses económicos o controles de ninguna naturaleza o especie, si siquiera es conveniente que exista semejanza entre sus respectivas denominaciones sociales), a quien el acreedor originario le vende en forma plena, definitiva e incondicionada la cartera de crédito por la totalidad del plazo remanente hasta su vencimiento, que luego servirá de garantía de los papeles comerciales u obligaciones que el “vehículo de propósito especializado” emita. En consecuencia, este esquema le permite al “vehículo de propósito especializado” emitir títulos de renta fija con términos distintos a los de la cartera de crédito adquirida y atendiendo a las preferencias de los inversionistas, manipulando el flujo de caja de la cartera de créditos a efectos de generar diferentes corrientes de pago. Por ejemplo, separan el principal del crédito de sus intereses y emiten títulos de renta fija que sólo ostentan pagos periódicos de principal y otros que solo implican pagos de intereses, cada uno con vencimientos y planes de pago disímiles. Como quiera que los “pay-through” emiten títulos a plazos diferentes, los pagos anticipados de los deudores son aplicados primero a los títulos de menor plazo y así sucesivamente, de modo tal que se redistribuye el riesgo entre todos los títulos valores emitidos.

En ambas formas de titularizar, el acreedor originario cederá, en forma definitiva, plena e incondicionada, la cartera de crédito a valores de mercado, conjuntamente con los accesorios de esa cartera de crédito y no responderá ante el “vehículo de propósito especializado” ni ante los titulares de los títulos de participación crediticia de la solvencia de los deudores, tampoco deberá estipularse pacto de retracto. Ello es fundamental de cara a la exclusión definitiva de la cartera de crédito del acervo patrimonial del acreedor originario. La cesión deberá ser notificada a los deudores cedidos para que el cesionario pueda ejercer los derechos inherentes a los bienes cedidos, salvo que en los propios contratos de crédito que componen la cartera cedida, los deudores hubieren aceptado explícitamente la cesión sin la previa notificación; a lo cual sugerimos agregar en el contrato de crédito que el acreedor originario, en la eventualidad de una cesión de la acreencia, quedará como agente de cobro y de gestión respecto a ese crédito.

## VII. EL MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS

### 1. El Mercado Secundario de Hipotecas en Estados Unidos

El mercado secundario de hipotecas surge en los Estados Unidos de América como respuesta a los problemas que enfrentaba la banca hipotecaria durante la depresión de la década de los 30. Atendiendo a esos problemas, el Congreso de los Estados Unidos promulgó la Ley de Vivienda Nacional de 1934, la cual tenía como objetivo crear un mercado secundario de hipotecas.

El mercado secundario de hipotecas de los Estados Unidos de América creció, en gran parte, debido al proceso de estandarización de las condiciones y términos de otorgamiento de créditos diseñadas por tres agencias gubernamentales, a saber: La “Federal Home Loan Mortgage Corporation” (FHLMC o “Freddie Mac”), la “Federal National Mortgage Association” (FNMA o “Fannie Mae”) y la “Government National Mortgage Association” (GNMA o “Ginnie Mae”).

“Fannie Mae” fue creada en 1938 y por mucho tiempo funcionó como una entidad de ahorro y préstamo “nacional”, obteniendo sus fondos a través de la emisión de obligaciones que le permitían comprar créditos hipotecarios que eran mantenidos en su cartera. A partir del año 1968 esta institución pasó a ser una corporación privada patrocinada por el gobierno de los Estados Unidos de América.

Por su parte, “Ginnie Mae” fue la responsable de crear títulos valores bursátiles garantizados por créditos hipotecarios (conocidos como “Mortgage Backed Securities”), constituyéndose éstos, en su momento, en la innovación más importante del mercado secundario de hipotecas. Es una agencia gubernamental que recibe asistencia del gobierno federal de los Estados Unidos de América, por lo que los títulos que emite están totalmente respaldados por la garantía federal. Únicamente trabaja con créditos hipotecarios garantizados por el gobierno.

Por último, “Freddie Mac” fue establecida en 1970. Es una institución privada, patrocinada por el gobierno de los Estados Unidos de América y está fuera del presupuesto nacional, al igual que “Fannie Mae”. Ambas gozan de una garantía implícita del gobierno de los Estados Unidos de América y se encuentran reguladas por el Departamento de la Vivienda y de Desarrollo Urbano.

### 2. Avances alcanzados en beneficio de la creación de un mercado secundario de hipotecas en Venezuela

La reforma de la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo de noviembre de 1993<sup>14</sup>, incorporó una serie de ajustes que pretendían encaminar al Sistema de Nacional de Ahorro y Préstamo hacia la creación de un mercado secundario de hipotecas en Venezuela.

En primer lugar, se redefinió el papel del Banco Nacional de Ahorro y Préstamo y se le atribuyó la función de promotor del “...mercado secundario de hipotecas...”<sup>15</sup>. Adicionalmente, se le encargó el deber de garantizar la restitución de los préstamos hipote-

14 Publicada en la *Gaceta Oficial de la República de Venezuela* N° 4.650 Extraordinario, de fecha 25 de noviembre de 1993.

15 V., al efecto el Artículo 38 de la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo.



carios, no sólo de las entidades de ahorro y préstamo sino también los otorgados por los bancos hipotecarios; lo cual se haría a través de un fondo especial que se sustentaría con las primas de las garantías.

Por otro lado, el artículo 54 de la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo prescribía las operaciones que podía realizar el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo con el fin de cumplir cabalmente con su objeto, principalmente aquel vinculado con la promoción y fomento de un mercado secundario de hipotecas, entre las cuales se encontraban: la adquisición, cesión y enajenación de títulos valores y participaciones garantizadas con hipotecas de primer grado sobre bienes inmuebles; y la emisión de bonos y otros instrumentos de captación de fondos.

Ahora bien, la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo fue derogada por la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, publicada en la *Gaceta Oficial de la República de Venezuela Extraordinaria* número 5.555, de fecha 13 de noviembre de 2001. Como consecuencia de la derogatoria de la Ley Nacional de Ahorro y Préstamo, las funciones, atribuciones y poderes del Banco Nacional de Ahorro y Préstamo pasaron a estar reguladas por la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras en sus artículos 339<sup>16</sup> y 362<sup>17</sup>, manteniendo todas las funciones vinculadas al desarrollo del mercado secundario de hipotecas que estaban previstas en la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo.

De acuerdo con sus atribuciones, el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo dictó el 30 de junio de 1994, las “Políticas generales y específicas del mercado secundario de hipotecas”, las cuales buscaban orientar el proceso de creación, fomento y desarrollo del mercado secundario de hipotecas en Venezuela<sup>18</sup>.

---

16 Artículo 339 de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras: “El Banco Nacional de Ahorro y Préstamo tiene por objeto la promoción y desarrollo del mercado de valores hipotecarios, y la administración y canalización de recursos destinados fundamentalmente al financiamiento de planes y proyectos habitacionales. A tales efectos tendrá a su cargo, entre otras, las siguientes funciones: 1. Promover el desarrollo de un mercado de hipotecas y participar en el mismo a través del uso de recursos propios o mediante la canalización de fondos del mercado. 2. Actuar como organismo intermediario del Estado para la administración y canalización de recursos destinados al desarrollo de los planes habitacionales. 3. Garantizar la restitución de préstamos hipotecarios destinados a la adquisición de la vivienda familiar, locales comerciales y oficinas, y préstamos a constructores, en los términos que acuerde su Junta Directiva. 4. Realizar cualquier otra actividad compatible con su objeto.”

17 Artículo 362 de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras: “A los fines del cumplimiento de su objeto, el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo sólo podrá realizar las siguientes operaciones: 1. Adquirir, ceder y enajenar títulos valores y participaciones garantizadas con hipotecas de primer grado sobre bienes inmuebles. 2. Adquirir títulos valores emitidos o avalados por la Nación o por bancos e instituciones financieras o títulos emitidos por el Banco Central de Venezuela. 3. Recibir depósitos oficiales y de otras fuentes institucionales, para cumplir los objetivos indicados en este Decreto Ley. 4. Realizar las operaciones de fideicomiso y encargos de confianza de conformidad con este Decreto Ley y con las leyes que rijan la materia. 5. Prestar las garantías hipotecarias conforme a los términos previstos en este Decreto Ley. 6. Adquirir bienes inmuebles dentro de los límites que le establezca la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras. 7. Crear y administrar fondos y otros mecanismos que permitan garantizar créditos hipotecarios y títulos valores derivados de éstos. 8. Crear sistemas de información sobre aspectos relacionados con el objeto del Banco y ofrecer servicios de información de utilidad para el mercado, deudores hipotecarios, público en general y todos aquellos entes públicos y privados que se benefician de su uso; 9. Conceder a su Presidente, Directores, funcionarios y obreros del Banco, préstamos conforme a lo establecido en los numerales 1 y 2 del artículo 185 de este Decreto Ley. 10. Otorgar fianzas, cauciones y cualquier otro tipo de garantía, conforme a las disposiciones establecidas en este Decreto Ley.”

18 Entre dichas políticas, destacan las siguientes: *Políticas Generales*: i) Los títulos que se negociarán estarán garantizados por hipotecas de primer grado sobre bienes inmuebles. Los créditos concedidos sobre dichas hipotecas preferentemente deberán estar respaldados por la garantía de restitución de préstamos que otorga el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo. Además, los plazos, rendimientos y demás características de los préstamos deberán adecuarse a las necesidades del mercado; ii) se llevará a cabo una investigación, tanto nacional como internacional, para

Luego, con la promulgación y entrada en vigencia de la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat, publicada en la *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela* número 38.182, de fecha 09 de mayo de 2005, ahora el Banco Nacional de Vivienda y Hábitat asume las competencias y funciones del Banco Nacional de Ahorro y Préstamo<sup>19</sup>. El Banco Nacional de Vivienda y Hábitat, según prescribe la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat es un Instituto Autónomo, con personalidad jurídica y patrimonio propio, distinto e independiente del Fisco Nacional, con autonomía financiera, organizativa, administrativa y funcional, adscrito al Ministerio con competencia en materia de vivienda y hábitat; goza de las prerrogativas, privilegios y exenciones de orden fiscal, tributario y procesal que la ley otorga a la República. Es un banco de desarrollo del Sistema Nacional de Vivienda y Hábitat. Entre sus atribuciones se encuentra el desarrollo del Sistema Nacional de Vivienda y Hábitat, mediante la promoción del desarrollo del mercado de valores hipotecario<sup>20</sup>, y como competencias la de promover, evaluar y controlar el desarrollo del mercado primario y secundario de créditos hipotecarios orientados a la vivienda y hábitat<sup>21</sup>.

A los efectos de de la promoción del desarrollo del mercado secundario de hipotecas, el Banco Nacional de la Vivienda y Hábitat podrá llevar a cabo variedad de actividades, dentro de las cuales se encuentran las siguientes: i) emitir valores hipotecarios; ii) adquisición de créditos hipotecarios; iii) adquisición de valores hipotecarios; iv) evaluar y calificar el riesgo en las emisiones de valores hipotecarios; v) desarrollar los modelos de contratos de créditos hipotecarios con el fin de obtener una estandarización documental que respalde los activos que servirán de subyacentes a los valores que circularán en el mercado secundario de hipotecas<sup>22</sup>.

Asimismo, la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat contempla otros elementos que sirven de base para el desarrollo del mercado secundario de hipotecas, a saber: i) la obligación de auditar técnicamente la cartera hipotecaria que servirá de garantía a una emisión de valores hipotecarios<sup>23</sup> y obtener certificación de especialistas

---

diseñar nuevos instrumentos de comercialización que posibiliten ofertar un mayor número de títulos en el mercado secundario de hipotecas; iii) el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo apoyará la actualización del marco regulatorio de las operaciones del sector hipotecario y del mercado de valores hipotecarios; iv) el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo utilizará parte de sus recursos para desarrollar y fomentar el mercado secundario de hipotecas. *Políticas Específicas*: i) El Banco Nacional de Ahorro y Préstamo adquirirá, preferentemente, títulos a nivel primario de aquellos entes hipotecarios que presenten necesidades de recursos para el financiamiento habitacional, tanto corto como a largo plazo; ii) la negociación se llevará a cabo con títulos hipotecarios emitidos por entidades de ahorro y préstamo, bancos hipotecarios u otros entes institucionales, así como los originados por medio de fideicomisos con garantía de créditos hipotecarios; iii) las condiciones bajo las cuales el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo adquirirá los títulos que se emitan serán determinadas a través de convenios realizados entre éste y los entes emisores; iv) el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo le exigirá a los emisores, además de la garantía hipotecaria, las siguientes condiciones específicas para que los títulos que se emitan confieran la mayor seguridad a los inversionistas: a) en caso que se genere un atraso en los pagos por parte de los prestatarios de créditos hipotecarios que respalden la emisión de los títulos, deberán ser sustituidos; b) el monto de las emisiones no podrá ser superior a un porcentaje preestablecido de la cartera hipotecaria dada en garantía, el cual se determinará al momento de cada emisión; c) se harán auditorías especiales de las carteras que garanticen las emisiones; d) deberá haber información precisa acerca del historial de morosidad de la cartera que respalda a los títulos emitidos; e) se deberá mantener en el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo un porcentaje del monto de la emisión para garantizar el pago oportuno del principal y los intereses de los títulos.

19 Al efecto véase el artículo 49 de la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat.

20 Al efecto véase el número 2 del artículo 54 de la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat.

21 Al efecto véase el número 20 del artículo 55 de la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat.

22 Al efecto véase el artículo 137 de la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat.

23 Al efecto véase el artículo 218 de la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat.

sobre la situación de riesgo de la precitada cartera; ii) la previsión de cláusulas de reemplazo o sustitución de activos subyacentes (*Vgr.*, créditos hipotecarios) y la sobrecolateralización por parte del Banco Nacional de Vivienda y Hábitat, de la emisión de valores hipotecarios en aquellos casos donde la garantía de la cartera hipotecaria sea insuficiente de cara a los riesgos de incumplimiento; iii) la creación, por parte del Banco Nacional de Vivienda y Hábitat, de un fondo de liquidez<sup>24</sup> que permita garantizar el repago de las acreencias de los inversionistas producto de la emisión de valores hipotecarios por parte del prenombrado banco; y, iv) la exención de tasas y pagos de registro en los términos prescritos en el artículo 220 de la Ley de Régimen Especial de Vivienda y Hábitat.

Por otra parte, la Ley Especial de Protección al Deudor Hipotecario de Vivienda, publicada en la *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela* N° 38.098, de fecha 3 de enero de 2005, en adelante la LEPDHV, prescribe que el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo, ahora Banco Nacional de Vivienda y Hábitat al entrar en vigencia la Ley de Régimen Especial de Vivienda y Hábitat arriba comentada, en unos casos estará obligado a adquirir de las instituciones que señala la Ley los crédito hipotecarios y, en otros casos, tendrá el derecho más no la obligación de adquirirlos.

Los casos o situaciones donde se encuentra presente la obligación de compra de cartera de crédito son los siguientes:

1. “Todos los créditos hipotecarios otorgados para la adquisición, construcción, remodelación y ampliación de vivienda principal desde la promulgación de la Ley del Subsistema de Vivienda y Política Habitacional, del otorgamiento de Créditos de Área de Asistencia III, y los otorgados con recursos provenientes del Estado venezolano, a través de aportes fiscales o parafiscales, así como con recursos aportados por ahorristas suscritos a la Ley del Subsistema de Vivienda y Política Habitacional, y por lo tanto bajo su tutela y los otorgados por la banca u operadores financieros calculados en base a las diversas modalidades financieras, serán cedidos al Banco Nacional de Ahorro y Préstamo”, dicha cesión se encuentra sujeta a la previa reestructuración de cada crédito de común acuerdo con el deudor y previo pago al deudor por parte de la institución de aquellas cantidades que luego de la reestructuración resultaron haber sido pagadas en exceso por parte del deudor hipotecario (véase al efecto el artículo 12 de la LEPDHV);

2. Serán cedidos al Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (ahora Banco Nacional de Vivienda y Hábitat), según los parámetros que establezca el Consejo Nacional de la Vivienda (CONAVI), la cartera de créditos hipotecarios indexados y doble indexados que hubieran sido otorgados con recursos fiscales o parafiscales del Estados o ahorros de los trabajadores bajo su tutela, como el Fondo de Ahorro Habitacional y el Fondo Mutual Habitacional (véase al efecto el artículo 16 de la LEPDHV).

El caso o situación donde se encuentra presente el derecho de compra de cartera de crédito por parte del Banco Nacional de Ahorro y Préstamo ahora Banco Nacional de Vivienda y Hábitat) es el siguiente:

El Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (ahora Banco Nacional de Vivienda y Hábitat) podrá adquirir la cartera de créditos hipotecarios indexados o doble indexados, que maneje la banca privada destinada a vivienda principal y que sea claramente demostrable que dicha cartera está conformada por créditos hipotecarios que fueron otorgados con recursos propios de la banca u operadores financieros y no producto directo o indirecto de los recursos del Estado, o los que se encuentran bajo su tutela. La compra de la referida cartera se encuentra supeditada a la previa reestructuración según lo prescrito por la Sentencia del Tribunal Supremo de Justicia de fecha 24 de enero de 2002, y sus subsiguientes aclaratorias (véase al efecto el artículo 19 de la LEPDHV).

---

24 Al efecto véase el artículo 219 de la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat.

Por otra parte, prescribe la LEPDHV el principio armonización de las condiciones y términos de los contratos de crédito hipotecario, los cuales deberán ser redactados por las instituciones y los acreedores particulares conforme al modelo de contrato que deberá suministrar el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo, ahora Banco Nacional de Vivienda y Hábitat (al efecto véase el literal a) del artículo 30 de la LEPDHV).

En consecuencia, tanto la obligación y el derecho de compra de las carteras de crédito hipotecario, como el principio de armonización de los términos y condiciones de los créditos hipotecarios, son elementos que tienen como objetivo el desarrollo del mercado secundario de hipotecas. Ahora bien, interpretamos del texto de la LEPDHV que dicho desarrollo se pretende realizar, inicialmente, mediante la compra, por parte del Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (ahora Banco Nacional de Vivienda y Hábitat), de la cartera de crédito hipotecario con la posterior emisión de cédulas o títulos hipotecarios que tendrán como respaldo la cartera de crédito cedida o adquirida a las instituciones y acreedores particulares.

La LEPDHV recoge la fundamental importancia que tiene el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (ahora Banco Nacional de Vivienda y Hábitat) en el desarrollo del mercado secundario de hipotecas. Es claro que el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (Banco Nacional de Vivienda y Hábitat) juega y debe jugar un papel importantísimo en lo que respecta a la creación y desarrollo del mercado secundario de hipotecas en Venezuela, pues, como expusimos *supra*, le corresponde fungir de promotor, garante y regulador de dicho mercado. No obstante, ello a la fecha no ha ocurrido, no solo por problemas de orden económico y de falta de profundidad del mercado de capitales, sino también a ciertos obstáculos legales que aún no se han logrado derrumbar (ni siquiera con la promulgación de la LEPDHV y que expondremos de seguidas. Tales obstáculos legales dificultan a los bancos y demás instituciones financieras llevar a cabo procesos de titularización de carácter independiente, dirigida principalmente al mercado de valores y sin contar con la intervención exclusiva del Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (Banco Nacional de Vivienda y Hábitat) en la adquisición de la cartera de crédito.

#### VIII. OBSTÁCULOS LEGALES QUE ENFRENTAN LOS PROCESOS DE “TITULARIZACIÓN DE CRÉDITOS BANCARIOS”

El desarrollo de los procesos de “titularización de créditos bancarios” se ha visto obstaculizado por diversas disposiciones legales que no han sido abordadas expresamente, ni con la reforma de la derogada Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo, ni en la última reforma de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, ni en la última reforma de la Ley de Mercado de Capitales, y mucho menos en la LEPDHV y en la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat. Tales obstáculos son de orden civil, mercantil, financiero y tributario.

A continuación reiteramos las consideraciones que sobre tales obstáculos hemos expuesto en el pasado<sup>25</sup>:

---

25 Al efecto véase MUCI FACCHIN, Gustavo, “Titularizar cartera de crédito de la banca intervenida”, El Nacional, Caracas, 20 de febrero de 1995; MUCI FACCHIN, Gustavo, “Proyecto de Reforma de la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras ¿Es conveniente la titularización de créditos?”, *Revista Inversiones*, Caracas, Abril-Mayo, 2001; MUCI FACCHIN, Gustavo y MARTÍN PONTE, Rafael, “La Titularización de Activos: Una Necesidad Inmedia-

1. *Consideraciones de orden civil y mercantil*: Los activos subyacentes que sirven de garantía a la emisión de los títulos valores deben revestir la forma de una venta o cesión definitiva, plena e incondicionada, que impida ser atacada por los acreedores del acreedor originario en caso de su quiebra o de su intervención administrativa. Esto, a su vez plantea tres (3) distintos problemas legales a luz de la legislación venezolana que se traducen en verdaderos obstáculos al desarrollo de los procesos de titularización; a saber: i) que el cedente o acreedor originario no se encuentre obligado a conceder garantía al cesionario ni asegure el buen fin de la operación; ii) que le sea permitido al cedente o acreedor originario conservar la administración y gestión de la cartera de crédito cedida, salvo pacto en contrario; iii) en la eventualidad que por producto de un proceso de titularización se emitan certificados de participación inmobiliaria, se podrá establecer derechos de aprovechamiento directo del inmueble fideicometido, cuya extensión, alcance y modalidades se deberán determinar en el prospecto de emisión correspondiente; iv) los procesos de titularización que tengan por objeto créditos hipotecarios, sólo podrán corresponder a hipotecas de primer grado; v) el cumplimiento legal de la notificación del deudor cedido (artículo 1.550 del Código Civil venezolano) en la eventualidad que el deudor no haya consentido en el contrato de crédito explícitamente a la cesión<sup>26</sup>; vi) Prever que los títulos de participación crediticia que se emitan en función de un proceso de titularización tendrán el carácter de títulos ejecutivos; vii) la inexistencia de una cesión durante el período de sospecha a que se refiere el artículo 945 del Código de Comercio venezolano que pueda afectar o anular la cesión o cesiones realizadas. Sobre este particular, consideramos conveniente modificar la Ley de Mercado de Capitales a objeto de prever, a nivel legal, la creación de vehículos de propósito especializado para la titularización de activos (sociedades mercantiles y/o fideicomisos) y la eliminación expresa del requerimiento de notificación al deudor cedido cuando las mismas se destinen a la titularización de activos; pero tal exclusión debe estar condicionada a que el cedente o acreedor originario y el cesionario hayan celebrado un contrato previo mediante el cual el cedente o acreedor originario haya sido designado por el cesionario como su mandatario en cuanto a la gestión del cobro de los créditos cedidos. Adicionalmente, las transferencias de activos financieros que se realicen por efecto de un proceso de “titularización” deberán también estar legalmente excluidas de la aplicación de las nulidades previstas (para los casos de quiebra) en los artículos 936 y 945 del Código de Comercio venezolano.

2. *Consideraciones de orden bancario*: También consideramos apropiada la modificación de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras en los siguientes términos:

- (i) Incluir dentro del ámbito de aplicación de la referida Ley a las empresas emisoras de títulos valores producto de procesos de titularización, es decir, a los vehículos de propósito especializado para la titularización.
- (ii) Incluir dentro de la sección vinculada a las operaciones conexas o vinculadas (Sección Primera, Capítulo IV, Título I de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras) una mención a los procesos de titularización de acti-

---

ta”, *Revista Dinero*, Caracas, Junio 2002; MUCI FACCHIN, Gustavo y MARTÍN PONTE, Rafael, *Regulación Bancaria*, Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2004, pp. 207 y ss.

26 A título de ejemplo, destacamos que Bélgica modificó el artículo 1.690 de su Código Civil a efectos de permitir la cesión de cuentas por cobrar sin la notificación del deudor cedido. Antes de dicha modificación, los traspasos de cuentas por cobrar debían realizarse a través del pago con subrogación que no requería, conforme a la legislación Belga, notificación al deudor. En Francia, el pago con subrogación es la figura jurídica utilizada para estos fines. En Alemania, la cesión de cuentas por cobrar no tiene que cubrir notificación al deudor cedido, igual ocurre en Italia, España y Argentina.

vos, en el cual se establezca que los bancos, entidades de ahorro y préstamo y demás instituciones financieras podrán desarrollar procesos de titularización de su cartera de créditos mediante la venta de los mismos a una empresa creada al efecto o mediante el traspaso en propiedad o aporte de los mismos (en forma irrevocable e incondicionada) a un fideicomiso en otra institución financiera o empresa de seguros, con el fin de proceder a emitir títulos valores respaldados por tales activos. La Superintendencia de Bancos y otras Instituciones Financieras dictará las normas prudenciales de carácter general que regularán el proceso de titularización llevado a cabo por los bancos, entidades de ahorro y préstamo y demás instituciones financieras reguladas por la Ley; ello, sin menoscabo de las normas que a tales efectos dicte el Banco Nacional de Vivienda y Hábitat con la finalidad de fomentar el mercado secundario de hipotecas, para lo cual ambos entes deberán estar coordinados.

- (iii) Permitirle a los bancos y demás instituciones financieras la no consolidación contable-financiero con la sociedad de propósito especializado que hubieren constituido con el propósito de titularizar créditos que hubieren inicialmente originado, para lo cual la constitución de dicha sociedad deberá estar precedida de la autorización de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras.
- (iv) Incluir una disposición final en la que se determine que en los procesos de titularización que lleven a cabo los bancos, entidades de ahorro y préstamo y demás instituciones financieras, bien por intermedio de sociedades mercantiles creadas al efecto o por conducto de fideicomisos, no se apliquen las formalidades contenidas en los artículos 1.550, 1.916 y 1.920 del Código Civil venezolano. Asimismo, habría que determinar que con el traspaso o cesión, en propiedad plena e incondicional, de la cartera de crédito en los procesos de titularización, se transfiera de pleno derecho, sin requisito o formalidad adicional, tanto el derecho o crédito como las garantías constituidas sobre tales créditos que son sus accesorios. En caso de ser necesaria la ejecución de las garantías, deberá prevverse que el traspaso del crédito y de la garantía deberán ser previamente inscritas en el registro correspondiente, en cuyo caso tampoco se aplicarán los derechos de registro respectivos. De igual modo, consideramos oportuno incluir una regulación según la cual se determine que a menos que el proceso de titularización se haya estructurado en fraude de terceros, lo cual deberá ser declarado por juez competente en sentencia ejecutoriada, no podrá declararse total o parcialmente, la nulidad, simulación o ineficacia de la transferencia de los activos al fideicomiso o a la sociedad creada al efecto, cuando ello devenga en perjuicio para los inversionistas de los títulos valores respaldados por los referidos activos, sin menoscabo de las acciones penales o civiles a que hubiere lugar. A fin de fomentar estos procesos desde el punto de vista fiscal, también podría prevverse en la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras que dichas operaciones estarán exentas de impuesto y del pago de derechos registrales todas las cesiones o ventas de activos que realicen los bancos, entidades de ahorro y préstamos y demás instituciones financieras con el fin de titularizarlos; y, que estarán exentos de impuestos los rendimientos financieros y las ganancias de capital generadas por los títulos valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización.

- (v) Prever que los títulos de participación crediticia que se emitan en función de un proceso de titularización tendrán el carácter de títulos ejecutivos.
- (vi) Prever que el cedente o acreedor originario no se encuentre obligado a conceder garantía al cesionario ni asegurar el buen fin de la operación.
- (vii) Prever que le sea permitido al cedente o acreedor originario conservar la administración y gestión de la cartera de crédito cedida, salvo pacto en contrario.
- (viii) Prever que en la eventualidad que por producto de un proceso de titularización se emitan certificados de participación inmobiliaria, se podrán establecer derechos de aprovechamiento directo del inmueble fideicometido, cuya extensión, alcance y modalidades se deberán determinar en el prospecto de emisión correspondiente.
- (ix) Prever que los procesos de titularización que tengan por objeto créditos hipotecarios, sólo podrán corresponder a hipotecas de primer grado.
- (x) Incluir una nueva disposición que prevea que los procesos de liquidación de activos de FOGADE pueden realizarse por conducto de la titularización de dichos activos. En este sentido, FOGADE estará habilitado para dictar las normas pertinentes. En tales procesos de titularización se entenderán inaplicables las formalidades contenidas en los artículos 1550, 1916 y 1920 del Código Civil<sup>27</sup>.

3. *Consideraciones a la luz de la legislación venezolana de mercado de capitales:* La oferta pública de títulos valores producto de procesos de titularización supone el cumplimiento de los requisitos y condiciones incluidos en la Ley de Mercado de Capitales, lo cual conlleva a la necesidad de obtener una autorización previa de la Comisión Nacional de Valores<sup>27</sup>. Sobre este particular, cabe indicar que el referido órgano administrativo ha regulado recientemente la titularización de activos en Venezuela, mediante la promulgación el pasado 10 de septiembre de 2002 de las “Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos”. En general, las “Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos” prevén: (i) *Autorización Previa:* Siendo que la titularización de activos envuelve la emisión pública de títulos valores, es necesaria la autorización previa de la Comisión Nacional de Valores (artículos 4 y 5); (ii) *Constitución del Vehículo de Propósito Especializado:* Se permite la constitución de sociedades anónimas y/o el establecimiento de fideicomisos, lo cual, a nuestro juicio, representa un gran avance regulatorio (artículo 1º), dejando así de lado la incrédula visión de que los procesos de titularización sólo pueden ejecutarse mediante fideicomisos, aceptándose en consecuencia la creación del vehículo de propósito especializado, que permite abiertamente la canalización de los procesos de titularización de activos por intermedio de sociedades mercantiles; (iii) *Garantías:* Para dar mayor tranquilidad al mercado y garantizar la colocación de los títulos valores, la Comisión Nacional de Valores podrá requerir la constitución de garantías (*V.gr.* Garantías generales, exceso de flujo de fondos, sustitución de activos, créditos, póliza de seguros o fideicomisos de garantía); (iv) *Colocación:* La colocación primaria de los títulos valores podrá ser realizada directamente por los Vehículos de Propósito Especializados o a través de agentes de colocación. En estos casos, la colocación podrá ser en firme o según los mejores esfuerzos (artículos 6 y 7)<sup>28</sup>; (v) *Desmaterialización:* Los títulos de participación podrán representarse me-

27 Artículo 4º de las Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos.

28 Para un análisis más detallado de los esquemas de titularización de activos, véase FRANKEL, Tamar, *Securitization, Structured Financing, Financial Assets Pools, and Asset-Backed Securities*, ts I y II, Little, Brown and Company, Boston, 1991.

dian­te anotaciones en cuenta o por certificados y de ser representados mediante anotaciones en cuenta su desmaterialización deberá hacerse a través de la Caja de Valores de Venezuela (artículo 4); y, (vi) *Compradores Institucionales Calificados*: Atendiendo a lo previsto en las Normas, se consideran Compradores Institucionales Calificados a las Sociedades de Corretaje y Casas de Cambio, Bancos y Entidades de Ahorro y Préstamo, Compañías de Seguros, y Sociedades Administradoras de Entidades de Inversión Colectiva. Ahora bien, no queda claro a que efectos las Normas califican a tales instituciones como Compradores Institucionales Calificados. En otros sistemas legales la calificación se hace a efectos de no requerir la autorización previa del ente supervisor y regulador (entiéndase la Comisión Nacional de Valores) cuando la oferta de los títulos valores tiene como destinatarios a los Compradores Institucionales Calificados, quienes por gozar de experiencia y conocimientos financieros entiende el ente supervisor y regulador que cuentan con los recursos suficientes para entender y medir los riesgos y las implicaciones de las inversiones que realizan.

4. *Consideraciones de orden tributario*: Si bien es cierto que las operaciones de titularización que involucran al Banco Nacional de Vivienda y Hábitat se encuentran, en algunos casos, favorecidas con la exención tributaria prevista en el artículo 338 de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, dicha exención no arropa a aquellas operaciones de titularización se realicen a través de un “vehículo de propósito especializado” privado sin la intervención del Banco Nacional de Vivienda y Hábitat. En consecuencia, encontramos que el costo tributario constituye un bemol importante para el desarrollo de la titularización en nuestro país.

En materia tributaria hay que tener presente cuatro (4) distintos aspectos cuando se desarrollen operaciones de titularización: (i) problemas con la impuesto a las donaciones, si el descuento de los títulos cedidos es mayor que el imperante en el mercado; (ii) si la venta o cesión de los activos financieros implica una pérdida o una ganancia para el cedente o acreedor originario y, en consecuencia, la procedencia del pago de los impuestos correspondientes; (iii) si la emisión de los títulos valores pudiese tener consecuencias fiscales para el emisor de los mismos, que en principio pareciera improcedente, mas allá de la obligación de retención que se deriva de los intereses que se generen por el pago del rendimiento sobre los mismos; y, (iv) si los poseedores de los títulos valores pudiesen verse afectados por los tributos aplicables a los rendimientos derivados de los indicados instrumentos. Claro, las consideraciones fiscales deberán ser revisadas en función de cada operación en particular, pero pareciera prudente prever en la misma Ley de Mercado de Capitales y en la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras, que las cesiones o venta de los activos que sirvan de fuente a la titularización y los rendimientos que los poseedores de los títulos valores perciban no sean sujetos a ninguna obligación tributaria, con el fin u objeto de fomentar el mercado de valores y estabilizar la economía nacional, como ha ocurrido, por ejemplo en la Argentina donde la Ley N° 24.441 (Financiamiento de la Vivienda y la Construcción), promulgada en fecha 9 de enero de 1995, la cual contempla un tratamiento impositivo preferente al proceso de titularización de activos. Igualmente lo hace la Ley N° 24.083 (Fondos Comunes de Inversión), de fecha 11 de junio de 1992.



## IX. BREVE ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE LA TITULARIZACIÓN Y OTRAS FIGURAS JURÍDICAS (FACTORING, CÉDULAS HIPOTECARIAS, FONDOS DEL MERCADO MONETARIO)

1. *La titularización y el factoring*: El factoring es un contrato de contenido financiero, de tracto sucesivo, bilateral, consensual, conmutativo y oneroso, mediante el cual un banco o una institución financiera adquiere de su cliente las facturas o efectos comerciales o cuentas por cobrar que dicho cliente tiene frente a terceros. La entidad bancaria o financiera asume, además, el riesgo de la cobranza de las facturas objeto del factoring. La doctrina lo ha considerado como un “contrato financiero que se celebra entre una entidad financiera (sociedad de factoring) y una empresa (factoreada), por el cual la primera se obliga a adquirir todos los créditos que se originen a favor de la segunda, en virtud de su actividad comercial, durante un determinado plazo”<sup>29</sup>.

Ahora bien, aunque al igual que en la titularización en el factoring se encuentra presente la compraventa a descuento de facturas comerciales, dicha compraventa no persigue la transformación y fraccionamiento de tales activos en títulos valores negociables como si ocurre en la titularización.

2. *La titularización y los títulos hipotecarios*. El artículo 100 de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras faculta a los bancos hipotecarios emitir títulos hipotecarios con garantía especial de créditos hipotecarios determinados. Tales títulos hipotecarios son títulos de crédito mediante los cuales un banco hipotecario capta recursos de los ahorristas y se compromete a pagarles una cantidad determinada de dinero a una fecha dada<sup>30</sup>, garantizando la emisión con determinados créditos hipotecario.

Ahora bien, la emisión de títulos hipotecarios no lleva consigo la cesión o enajenación de una cartera de crédito a un “vehículo de propósito especializado”, como si ocurre en el proceso de titularización. Con la emisión de los títulos hipotecarios, el banco emisor no se desprende del riesgo de la cartera de crédito que garantiza la emisión, dichos créditos no salen de su patrimonio. Por tanto, el título hipotecario tan solo es un instrumento de captación que no comporta para el banco los beneficios de la titularización, tales como: (i) disminución de costos operativos por concepto de menores exigencias de niveles de solvencia; (ii) rotación dinámica de la cartera crédito con antelación a su vencimiento, anticipando de esta manera su valor descontando, permitiéndole así incorporar los recursos obtenidos por la cesión de los créditos a su actividad productiva, ya sea para otorgar nuevos créditos o realizar nuevas inversiones; entre otros ya expuestos *supra*.

3. *La titularización y los fondos del mercado monetario*. La Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras regula en el artículo 126 y siguientes a los fondos del mercado monetario. De conformidad con el precitado artículo, los fondos del mercado monetario son aquellos que “tienen como objeto vender al público títulos o valores, así como los derechos y participaciones sobre los mismos, en fondos de activos líquidos, y otros fondos o modalidades creados con tal finalidad, en los términos regulados por el presente Decreto Ley a excepción de los fondos fiduciarios; así como realizar las demás operaciones compatibles con su naturaleza que hayan sido autorizadas por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras con las limitaciones que este Organismo establezca.”

---

29 FAJRE, José Benito, “Contratos Financieros Factoring”, en obra colectiva *Contratos Especiales en el Siglo XXI*, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, p. 161.

30 Al efecto véase MUCI-ABRAHAM, José, *Cédulas Hipotecarias (Estudio Técnico Jurídico)*, Editorial Jurídica Venezolana, Caracas, 1978.

Los fondos del mercado monetario solamente están facultados para adquirir títulos valores para la reventa o para ceder derechos sobre los mismos; el artículo 120 de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras prescribe los títulos valores que los fondos del mercado monetario pueden adquirir. De manera que los fondos del mercado monetario realizan actividades de titularización cuando emiten participaciones sobre la cartera de inversión que sirva de activo subyacente a la respectiva emisión y por ello en dicho aspecto funge como un “vehículo de propósito especializado” en los términos descritos en el presente trabajo; no obstante, por la obligación de recompra o rescate que llevan aparejados los títulos de participación, éstos ostentan el carácter de títulos de crédito a la vista, cosa que no ocurre en el proceso de titularización que hemos abordado en este trabajo, pues los títulos valores emitidos en dicho proceso, en unos casos, reflejan simétricamente las condiciones y términos del activo subyacente y además son colocados en el mercado de capitales para su fácil negociación y no comportan derechos de recompra, el tenedor que desee desprenderse de su inversión tendrá que negociarla en el mercado de capitales. Por otra parte, los fondos del mercado monetario están impedidos de emitir derechos o participaciones sobre los rendimientos por cobrar o futuros de títulos o valores, mientras que en los procesos de titularización que hemos descrito en el presente trabajo eso mismo es una posibilidad y una práctica comercial que no debe ser restringida, pues limitaría la versatilidad propia de los procesos de titularización.

#### BIBLIOGRAFÍA

- FAJRE, José Benito, “Contratos Financieros. Factoring”, en obra colectiva *Contratos Especiales en el Siglo XXI*, Abeledo-Perrot, Buenos Aires.
- FEENEY, Paul W., “Securitization, Redefining the Bank”, *St. Martin’s Press in association with the Loughborough University Banking Centre*, Nueva York, 1995.
- FRANKEL, Tamar, *Securitization, Structured Financing, Financial Assets Pools, and Asset-Backed Securities*, Tomos I y II, Little, Brown and Company, Boston, 1991.
- KUMMEROW, Gert, *Compendio de Bienes y Derechos Reales*, 3<sup>o</sup> Edición, Ediciones y Distribuciones “MAGON”, Caracas, 1980.
- MUCI-ABRAHAM, José, *Cédulas Hipotecarias (Estudio Técnico Jurídico)*, Editorial Jurídica Venezolana, Caracas, 1978.
- MUCI FACCHIN, Gustavo, “Titularizar cartera de crédito de la banca intervenida”, *El Nacional*, Caracas, 20 de febrero de 1995.
- MUCI FACCHIN, Gustavo, “Proyecto de Reforma de la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras ¿Es conveniente la titularización de créditos?”, *Revista Inversiones*, Caracas, Abril-Mayo, 2001.
- MUCI FACCHIN, Gustavo y Rafael Martín Ponte, “La Titularización de Activos: Una Necesidad Inmediata”, *Revista Dinero*, Caracas, Junio 2002.
- MUCI FACCHIN, Gustavo, *Los Contratos de Opciones y Futuros en Venezuela*, Editorial Jurídica Venezolana, Caracas, 1998.
- MUCI FACCHIN, Gustavo y Rafael Martín Ponte, *Regulación Bancaria*, Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2004.

SCHWARCZ, Steven L., *Structured Finance, A Guide to the Principles of Asset Securitization*, 2º Edición, Practising Law Institute, Nueva York, 1993.

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Editorial Dykinson, S.L., Madrid, 1998.