

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
TRABAJO DE GRADO DE ESPECIALISTA DE FINANZAS

**Aspectos jurídicos y financieros de la titularización
de créditos hipotecarios en Venezuela**

PAULA OVIEDO C.I.: 11.557.287
ASESOR: Profesor Daniel Lahoud
Caracas, Marzo 7, 2012

I- INTRODUCCIÓN.

Según cifras del Banco Central de Venezuela (BCV), el PIB construcción ha experimentado una caída sostenida desde el 2007 hasta el segundo trimestre del 2011, lo cual, unido a una inflación de dos dígitos y una baja oferta de créditos hipotecarios, ofrecen un cuadro económico poco esperanzador para aquellos venezolanos de bajos y medianos recursos que necesitan ahorrar para poder adquirir una vivienda familiar en Venezuela. Por este motivo, este sector ha recibido especial atención de las autoridades públicas las cuales han intentado fomentar el otorgamiento de créditos hipotecarios en Venezuela sin buenos resultados.

Por ejemplo desde marzo del 2005, el gobierno ha destinado un porcentaje anual obligatorio de préstamos que los bancos deben colocar en los rubros de adquisición o construcción de vivienda principal con sus fondos propios. Actualmente y según se evidencia de la Resolución N° 104 de MPPVH (2011) dicho porcentaje está establecido en 12%, del cual únicamente 40% del mismo que equivale a 4.8%, se destina a la adquisición de vivienda.

Asimismo con miras a facilitar la adquisición de vivienda, el gobierno, actuando a través del Banco Central de Venezuela (BCV), ha regulado la tasa de interés social máxima (TIS) que los bancos deben cobrar en sus préstamos hipotecarios con recursos propios y aquellos otorgados con recursos de los fondos regulados por la Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat (Ley BANAVIH). Según Aviso Oficial del BCV de fecha 6 de septiembre de 2011, la tasa máxima de interés social (TIS) para préstamos otorgados con fondos propios está actualmente establecida en 11.42%.

A pesar de la creación de estas carteras obligatorias y la regulación de la tasa del sector hipotecario, estas medidas lejos de estimular el otorgamiento de préstamos hipotecarios, lo han desestimulado, ya que la mayoría de los bancos sólo se limitan a cumplir con el porcentaje obligatorio de 12% de la cartera hipotecaria, del cual realmente un 4.8% es destinado a la adquisición de vivienda sin otorgar préstamos hipotecarios por encima de ese porcentaje. La razón por la cual los bancos prefieren destinar sus demás recursos a otro tipo de préstamos como los préstamos comerciales, es porque en dichos préstamos se puede aplicar la tasa máxima para operaciones activas actualmente establecida en 24% (que resulta de restar 5.5 puntos porcentuales a la tasa actual de descuento, redescuento, reporto y anticipo establecida en

29.5% según Resoluciones del BCV 09-06-02 y BCV 09-06-01 ambas de fecha 04 de junio de 2009), lo cual constituye en definitiva, más de la doble de la TIS (11.42%).

Con las expropiaciones de los inmuebles financiados por las constructoras durante el año 2011 que obligó a los bancos a asumir las pérdidas por los préstamos declarados vencidos, la crisis de falta de vivienda y la necesidad de un mayor volumen de créditos hipotecarios se acentuó.

Como consecuencia de lo anterior, el presente trabajo busca determinar la importancia y factibilidad de la creación y desarrollo de un mercado primario y secundario de títulos valores respaldados por préstamos hipotecarios en Venezuela, el cual no solamente beneficiaría a los bancos garantizándoles mayor liquidez para otorgar nuevos créditos hipotecarios, sino a los inversionistas del mercado de valores al ofrecerles mayores opciones de inversión y al gobierno al contribuir al impulso de adquisición de viviendas en Venezuela.

En Estados Unidos y en otros países latinos como en México y Colombia, este mecanismo ha sido utilizado con éxito para superar las crisis de insuficiencia de créditos para la adquisición de viviendas.

En Venezuela por el contrario, la titularización no ha sido utilizada para respaldar créditos hipotecarios, ello aun cuando existe una gran deficiencia de financiamiento en este sector y la titularización, ya ha sido utilizada en Venezuela para emitir títulos respaldados con otro tipo de activos, como los créditos de vehículos y los créditos de consumo de tarjetas de crédito.

II- ANTECEDENTES ACADÉMICOS.

La titularización de activos en Venezuela ha sido objeto de varios trabajos especiales de grado de estudiantes de administración de empresas, especialización finanzas, tanto de la UCAB como del IESA.

De los trabajos realizados observamos que el análisis de los mismos ha recaído tanto sobre activos que ya han sido objeto de titularizaciones, por ejemplo los créditos de vehículo y de consumo de tarjetas de crédito, como también sobre otros activos que nunca han sido titularizados en Venezuela, por ejemplo los créditos del sector de micro-finanzas y los créditos hipotecarios.

Según Ponce y Spinelli (2008) en un trabajo que analiza la titularización aplicada a la cartera automotriz de un banco, se concluyó que los créditos de vehículo podían ser un activo atractivo para la titularización de bancos, empresarios e inversionistas, ya que durante los años precedentes a la realización de dicha tesis (los años 2005, 2006 y 2007), el sector automotriz había reportado un acelerado crecimiento en términos de venta y en consecuencia se había producido un crecimiento en la demanda de los préstamos en este sector. Este antecedente se tomará en cuenta para evaluar la importancia económica y financiera del mercado al momento de titularizar un determinado activo en un determinado período. Asimismo nos servirá de referencia al analizar la titularización de activos de un banco ya que al igual que en los créditos de vehículo de dicho trabajo, los créditos hipotecarios son activos originados por un banco.

En relación al trabajo Degwitz y Pastor (2010) que analiza la viabilidad de la titularización de los créditos al consumo de un banco universal en Venezuela, se consideró también que los créditos al consumo constituían un activo subyacente atractivo para titularizar ya que según datos aportados por este trabajo, al menos 35% de las transacciones de compraventa de bienes, eran bienes de consumo tales como televisores, computadoras, ropa, calzado y la línea blanca de los venezolanos. Dicho trabajo además analizó los aspectos positivos financieros que la titularización ofrece a los estados financieros de un banco lo que nos sirve de referencia para establecer las motivaciones económicas de los bancos para participar en este tipo de estructuración en Venezuela.

Se encontró un único antecedente respecto a la titularización sobre préstamos hipotecarios el cual fue realizado por Urdaneta (1997). En el mismo se observó

un interesante resumen respecto al funcionamiento y éxito del mercado hipotecario en los Estados Unidos. Dicho antecedente podrá ser tomado en consideración en el presente trabajo a objeto de confirmar la factibilidad y éxito que este tipo de titularizaciones representan para una sociedad una vez que este mecanismo ha sido institucionalizado en un determinado país.

Adicionalmente, de la revisión de trabajos sobre titularización, se encontró un interesante trabajo de Duport y Viveros (2001) respecto a la Titularización como nueva visión para el desarrollo de un país el cual también servirá de antecedente académico para el presente trabajo, ya que muestra la importancia del uso de la titularización, no sólo para el sector privado, sino también para el sector público como solución a la crisis económica de falta de vivienda y pobreza de un país. Según lo concluido en dicho trabajo el problema de la falta de utilización de este mecanismo en Colombia en sus inicios, se debió principalmente a un tema cultural por la falta de conocimiento de los tipos de estructuraciones y de los beneficios que las mismas podían aportar a los déficits de vivienda dentro del sector público. A la fecha que se realizó dicho trabajo, causaba asombro que los colombianos estaban acostumbrados a financiar sus necesidades económicas únicamente a través de los mecanismos ordinarios tales como los créditos internos y externos pero no a través del financiamiento a largo plazo, en el cual consiste una titularización.

Finalmente, de la revisión de todos estos trabajos se observó que a pesar de que todos hacían referencia al marco jurídico de la titularización, lo hacían de una manera general sin analizar en detalle los obstáculos legales que se pudieran presentar en este tipo de estructuraciones en Venezuela.

III- PROBLEMA

El presente trabajo buscará no sólo analizar la factibilidad financiera del modelo, sino además detectar los obstáculos legales que pudieran presentarse en este tipo de estructuraciones en Venezuela, especialmente a la luz de las recientes modificaciones de la Ley de Instituciones del Sector Bancario (2011) y la Ley de Valores (2010), proponiendo la alternativa más viable para realizar una titularización de préstamos hipotecarios en el país.

Para determinar si la titularización es factible financieramente, determinaremos si se generan suficientes ganancias a sus actores como para impulsar el uso de titularizaciones cuyo activo subyacente sean los créditos hipotecarios. Para ello será necesario plantearnos las siguientes interrogantes: ¿Representarán

los créditos hipotecarios un activo subyacente atractivo para titularizar?
¿Fortalecerá este tipo de estructuración la situación patrimonial de los bancos?
¿Aumentará la liquidez de créditos hipotecarios en el mercado de concretarse este tipo de estructuración?

Respecto al apetito el mercado por este tipo de titularizaciones, deberemos preguntarnos: ¿Estarán interesados los inversionistas en comprar este tipo de instrumentos financieros? ¿Existe en Venezuela suficiente cultura sobre titularizaciones que puedan impulsar la titularización de créditos hipotecarios?

Finalmente respecto a la crisis de falta de vivienda que se vive en el país actualmente deberemos preguntarnos si es posible que este mecanismo contribuya a mejorar la crisis de adquisición de vivienda que vive el país y si la utilización del mismo aliviará las presiones ejercidas por el gobierno contra los bancos para aportar mayor financiamiento a la construcción y adquisición de viviendas.

IV-TÍTULO.

Aspectos jurídicos y financieros relevantes para estructurar una titularización de créditos hipotecarios en Venezuela.

V- JUSTIFICACIÓN.

Este trabajo se realizará por requerimiento académico para obtener el título de especialista de administrador de empresas, mención finanzas.

Asimismo, este trabajo buscará contribuir a ampliar el conocimiento de los principales aspectos de una titularización de créditos hipotecarios y la importancia de su utilización en el sector inmobiliario de un país.

Con este trabajo también se permitirá a profesionales que prestan asesoría interna y externa a los bancos, tomar ventajas de los análisis realizados en torno a los aspectos legales y financieros de una titularización de créditos hipotecarios, en caso de concretarse una titularización de este tipo en Venezuela.

VI- ALCANCES Y LIMITACIONES.

El alcance del presente trabajo consiste en analizar la viabilidad de la titularización de préstamos hipotecarios en Venezuela desde el punto de vista financiero y principalmente desde el punto de vista legal. A tal efecto se revisará la normativa vigente de titularización de activos así como prospectos de titularizaciones ya realizadas en Venezuela los cuales comprenden otros activos distintos a los créditos hipotecarios, como los créditos de vehículos y los créditos de tarjetas de crédito.

La limitación del presente trabajo vendrá dada principalmente por el hecho de que al no haber antecedentes respecto a la titularización de créditos hipotecarios en Venezuela, podrán surgir dudas o problemas cuyas respuestas en algunos casos no será posible deducir a partir de casos análogos, ni entrevistas a expertos o revisión de las experiencias y soluciones aplicadas en otros países.

VII- OBJETIVOS.

Los objetivos a perseguir con el presente trabajo son:

- a. Estudiar el impacto de las recientes reformas de la Ley de Instituciones del Sector Bancario y de la Ley del Mercado de Valores en la titularización de créditos hipotecarios en Venezuela.
- b. Proponer un modelo de titularización de créditos hipotecarios en Venezuela que sea viable desde el punto de vista financiero y legal.
- c. Corroborar las motivaciones económicas de los participantes de este tipo de titularización que permitan la institucionalización de este mecanismo en Venezuela.

VIII- MARCO TEÓRICO O DE REFERENCIA.

A. Concepto de titularización de créditos bancarios.

La titularización de créditos bancarios es un proceso mediante el cual activos ilíquidos conformados por créditos bancarios a largo plazo propiedad de una institución financiera (Originador o Interesado), son

agrupados y cedidos de manera perfecta, plena, definitiva e irrevocable a un tercero llamado Vehículo de Propósito Especial (VPE) que puede operar bajo la figura de un fideicomiso o de una sociedad anónima (como por ejemplo: una sociedad titularizadora), la cual a su vez hace una oferta pública de unos títulos de valores en el mercado de valores para el público en general, otorgándoles derechos crediticios a los inversores sobre la cartera cedida conocida como el “activo subyacente”, luego de haber reforzado la calidad crediticia de esos activos para facultar la colocación de los títulos en el mercado.

B. Nacimiento de la figura de titularización en los Estados Unidos.

Esta figura nació en los Estados Unidos de América a mediados de los años 60, en respuesta a la necesidad de los bancos de liberar préstamos hipotecarios otorgados a tasas preferenciales fijas a largo plazo y que por efecto de la inflación, constituían activos ilíquidos que generaban bajas ganancias, ya que los nuevos préstamos eran captados a tasas variables mucho más altas.

Por décadas estos bancos anglosajones habían otorgado créditos hipotecarios que mantenían hasta su vencimiento o hasta su pago por anticipado. No fue sino hasta luego de la Segunda Guerra Mundial que las instituciones financieras americanas buscaron otras alternativas de financiamiento al no poder satisfacer la creciente demanda de créditos hipotecarios. De esta manera los bancos de inversión americanos comenzaron a atraer inversionistas al crear un vehículo de propósito especial (VPE) que pudiera separar los fondos de créditos hipotecarios del riesgo de crédito mediante la emisión de deuda sobre los flujos de caja futuros de dichos créditos hipotecarios.

Para impulsar este producto en los Estados Unidos, se crearon agencias financieras federales como el *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) en 1934 y el *Government National Mortgage Association* (GNMA o Ginnie Mae) en 1968 que compraban préstamos hipotecarios en el mercado secundario los cuales eran garantizados por empresas de seguros especializadas como el *Federal Housing Administration (FHA)* contra el incumplimiento de pago, convirtiendo a estos papeles, en un verdadero mercado atractivo para los inversionistas.

Luego en los años 70s, se autorizó a la empresa Fannie Mae a adquirir préstamos hipotecarios privados en el mercado secundario, es decir, que no estuvieran garantizados por agencias del gobierno como la *FHA* y *Farmers Home Administration* (FmHA). Además se creó el *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC o Freddie Mac) para que compitiera con Fannie Mae en la adquisición de estos préstamos hipotecarios en el mercado secundario.

C. Titularizaciones de créditos hipotecarios en América Latina.

En América Latina, México es el país que tiene el mayor volumen de emisión de títulos respaldados por créditos hipotecarios, seguido por Colombia.

En México, tradicionalmente la titularización de préstamos hipotecarios se había concentrado en los segmentos de medianos y altos ingresos. Sin embargo, a fin de hacerlo factible para aquellos segmentos de menores ingresos, el gobierno mexicano impulsó este tipo de estructuras a través de reformas normativas y regulatorias y el impulso de instituciones financieras públicas desde inicios de los años 90, tales como el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT) y la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF). Por ejemplo se estableció que se pudieran garantizar fideicomisos de modo que pudieran actuar como verdaderas compañías de propósito especial (esenciales en la restructuración de titularizaciones), asimismo se les concedió a los originadores de estos fideicomisos derechos sobre los préstamos subyacentes.

En el 2003, se estandarizaron los términos de los contratos de hipotecas, así como los requerimientos mínimos de información sobre el préstamo lo que facilitó la comparación y empaquetamiento de créditos hipotecarios. También como parte de las reformas normativas se crearon, en 1994, las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOLLES) cuyo mercado eran aquellos segmentos de bajos recursos.

De esta manera, los Bonos de Titularización de Hipotecas (MBS por sus siglas en inglés), cuyo activo subyacente estaba constituido por préstamos hipotecarios residenciales (RMBS por sus siglas en inglés), hicieron su primera aparición a finales de los años 2003 y 2006, convirtiéndose en la mayor clase de activos estructurados, lo cual representaba más del 25% del total de las emisiones estructuradas en México. A mediados del 2008, se

destaca la emisión de RMBS por US\$6.5 millones en el mercado de bonos mexicano, por parte de siete SOFOLES, dos bancos y el Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT).

Las SOFOLES han originado y emitido títulos respaldados por hipotecas de familias de bajos ingresos, concentrando el 60% del total de los bonos respaldados con hipotecas residenciales en México. Además grandes bancos han comprado algunas de las compañías SOFOLES más importantes del mercado. Por otra parte el INFONAVIT ha participado en alrededor del 20% en este tipo de emisiones en el mercado mexicano.

D. Historia de titularizaciones en el mercado venezolano.

En Venezuela a la fecha del presente trabajo, no se ha realizado ninguna titularización de créditos hipotecarios. No obstante lo anterior, haremos una breve referencia a las principales titularizaciones sobre otros activos ocurridas en el mercado de valores venezolano que nos servirán como referencia a la titularización de créditos hipotecarios en lo relacionado a las garantías utilizadas en previas titularizaciones para reforzar los activos, el monto de la emisión y la tasa de rendimiento promedio que pudiera hacer mas atractiva la emisión.

La historia de las titularizaciones en el país se inicia hace más de una década cuando en 1993 se estructura una emisión de títulos respaldados por facturas de la Siderúrgica del Orinoco (SIDOR) y se emiten títulos respaldados por instrumentos de crédito sobre una cartera de financiamientos de maquinaria de VENEQUIP.

Seguidamente, en el año 1995, se realiza una titularización de contratos para Papeles Venezolanos, C.A. (PAVECA).

Posteriormente entre los años 1998 y el 2000 el Banco Mercantil, efectuó la primera titularización de cartera automotriz.

Entre los años 2004 y el 2006 se desarrollaron otro tipo de titularizaciones como es el caso de Factor AG (2004), Venezuelan Oil Shipping (2005) y El Universal (2006). La titularización de Factor AG representó una emisión de títulos de participación por cinco mil millones de bolívares respaldados por cuentas por cobrar (facturas) cedidas por Factor AG, las cuales habían sido adquiridas por éste como resultado de operaciones de factoring para

terceros. Esta emisión se respaldó con un 20% de sobrecolateralización y la posibilidad de sustituir las cuentas por cobrar.

La titularización de Venezuelan Oil Shipping consistió en la emisión de tres certificados de inversión por ciento diecisiete mil millones de bolívares, respaldados por los derechos económicos cedidos parcialmente derivados de un contrato de fletamento a tiempo determinado de ciertos buques banqueros entre PDVSA Petróleos (Empresa estatal principal filial de Petróleos de Venezuela) y Sea Pioneer Shipping Corporation, compañía constituida en la República de Panamá. Los certificados contaban además con un 20% de sobrecolateralización, una cuenta de reserva a fondearse con los tres primeros meses de intereses correspondientes al pago del título, excedentes del fondo fiduciario producto del rendimiento del activo subyacente, una cuenta de garantía por donde circulaban los pagos provenientes de la cesión de los derechos del contrato de fletamento y un fondo de reserva que retenía el 50% de los pagos recibidos hasta alcanzar diecinueve millones de dólares.

La titularización del Universal en el año 2006, consistió en una emisión de títulos de participación por veinte millardos de bolívares respaldados por los derechos de crédito a favor de el Diario El Universal derivados de (i) la contratación de venta de publicidad y servicios, a crédito, a tiempo determinado y firmados entre el Diario el Universal y sus clientes directos y/o (ii) las facturas emitidas por el Diario El Universal por concepto de venta de publicidad o servicios a los clientes directos y/o los aportes de dinero efectivo producto de los derechos de crédito referidos en el apartado identificado como (ii) y/u otros aportes de dinero efectivo que el Diario el Universal hiciera al fideicomiso. Además, contaba con un 20% de sobrecolateralización, la posibilidad de sustituir los derechos de crédito y facturas derivados de los contratos de venta, así como la reposición o sustitución de facturas que presentasen un atraso mayor a 90 días continuos.

En Mayo de 2008, Titularizadora Occidental de Descuento emitió títulos de participación por seiscientos millones de bolívares respaldados por una nota estructurada de Merrill Lynch.

En el 2008, Titularizadora Occidental de Descuento en su carácter de Emisor y Vehículo de Propósito Especializado también emitió títulos de participación por once millones de bolívares, cuyo activo subyacente estaba

conformado por una cartera de créditos otorgados por Pymefactoring, C.A. para el financiamiento destinado a la adquisición de vehículos. Los Títulos contaban con un 20% de sobrecolateralización, un fondo de liquidez operativo a fondearse con los tres primeros meses de intereses correspondientes al pago del título, excedentes del fondo fiduciario producto del rendimiento del activo subyacente y la sustitución de cuotas por cobrar que mostraren un retraso de pago superior a 30 días contados a partir de su vencimiento.

También en el 2008, ABA Titularizadora de Valores emitió títulos de participación hasta por la cantidad de cuatro millones de bolívares cuyo Interesado fue ABA Servicios Financieros C.A. y el activo subyacente estuvo constituido por contratos de colaboración y aprovechamiento empresarial entre el Interesado y ciertos operadores ganaderos.

Según información disponible en los archivos de SUNAVAL, luego de la emisión de una serie de títulos de participación del Universal en el año 2009, no se han registrado nuevas emisiones de títulos de participación en el país.

E. Requisitos necesarios para el éxito de una titularización.

E.1. MOTIVACIONES ECONÓMICAS PARA TITULARIZAR.

Según un estudio realizado por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (2002), para que el mecanismo de titularización sea viable, deben existir motivaciones económicas específicamente para el Interesado, el Emisor y para los Inversionistas.

Para el Emisor, la serie de nuevos títulos debe valer más en su agregado que individualmente para lo cual los flujos de caja deben superar los costos asociados con la creación del VPE, los pagos a las calificadoras de deuda, los pagos de estructuración, la cobranza de los créditos, los honorarios de abogados y los pagos de otros servicios que sean necesarios para efectuar la titularización. En otras palabras, la tasa de interés de los préstamos debe superar la de los títulos de participación y sus costos.

Para el Interesado, la titularización debe aumentar su liquidez que podrá colocar en nuevos créditos. Asimismo debe transferir el riesgo de crédito a un tercero, que sería el VPE. En los casos en que haya exceso de cumplimiento de cartera hipotecaria del Interesado, la titularización también

implicará una reducción de la brecha entre los plazos de los activos (créditos hipotecarios otorgados a 10 y 20 años) y los pasivos (depósitos generalmente a la vista) así como la adquisición de una cartera de créditos más diversificada.

Para los Inversionistas, la titularización debe ofrecerles opciones rentables no disponibles en otros productos. También debe permitirles lograr una diversificación de su portafolio y eliminar los riesgos de intervención, liquidación, mala administración y expropiación asociados al banco Interesado.

E.2 EXISTENCIA DE ACTIVOS FAVORABLES PARA SU TITULARIZACIÓN.

Los activos deben presentar las siguientes características para ser titularizados exitosamente:

- a) Deben tener características homogéneas. Ej.: documentación de préstamo estandarizada.
- b) Deben contar con flujos de caja predecibles. Debe disponerse de información histórica sobre el desempeño de los activos objeto de la titularización que permitan evaluar la calidad crediticia de los activos.

E.3. EXISTENCIA DE UN MARCO LEGAL APROPIADO.

La titularización debe contar con un marco legal apropiado para que tenga éxito. Dicho marco legal debe regular los siguientes aspectos mínimos para permitir su adecuado y ordenado funcionamiento:

- a) Separación legal entre el VPE y el Interesado, debe tratarse de personalidades jurídicas distintas para el caso de la intervención y liquidación del Interesado.

La legislación debe permitir la creación de una entidad legalmente separada bajo la forma de fondo fiduciario, o sociedad anónima. De esta manera los acreedores del Interesado no podrán ir contra los tenedores de los títulos emitidos por el VPE que puedan llevar al VPE a la insolvencia.

- b) Debe existir una figura legal para la transferencia de los activos ya sea por vía de cesión, novación o subrogación que implique una venta limpia-perfecta (*true sale*) y bajos costos de cumplimiento de formalidades para perfeccionar la venta y la notificación del deudor.
- c) Deben existir requisitos mínimos para el registro y publicidad de la emisión. Debe existir un prospecto donde se establezcan los requisitos mínimos de información para proteger los intereses de los inversionistas así como los requisitos contables, de auditoría y legales para su publicación.

E.4. TEMAS IMPOSITIVOS.

- a) Se debe determinar si el VPE está sujeto al pago de impuestos. Algunas estructuras de participación pueden ser entidades sujetas a impuestos si están constituidas bajo la figura de una corporación y modifican sus flujos de caja. Algunos países, como en los Estados Unidos de América han legislado para que el VPE esté exento de impuestos.
- b) Se debe determinar la implicación de impuestos en la transferencia de los créditos hipotecarios. Esto puede depender si la transferencia del activo es considerada como una “venta” o como un “préstamo”, dependiendo si el activo subyacente sale o no de los balances del Interesado. Si es considerado una venta estará sujeto a impuestos sobre la ganancia von motivo de la venta. Esto afecta en consecuencia los costos de la titularización.

E.5. LA CALIFICACIÓN DEL CRÉDITO.

De conformidad con las leyes venezolanas, es facultativo de la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL) exigir o no una calificación de riesgo dependiendo de la emisión, no obstante en la práctica, SUNAVAL siempre solicita dicha calificación.

La calificación crediticia está directamente asociada al rendimiento de la emisión. Cuanto más elevada sea la calidad crediticia menor será el rendimiento para el inversionista ya que estará menor expuesto al riesgo y mayor será el éxito de la emisión.

La calidad dependerá del análisis del activo subyacente, la política de cobranza, la morosidad histórica, las restricciones legales y sus garantías. Según Softline Ratings (s.f.) "los títulos de participación suelen depender del flujo de caja generado por los activos cedidos para el repago de capital e intereses de los títulos de participación". Por ello es tan importante la calidad del activo.

En los casos en que el Interesado realice sustitución del activo durante la vigencia de la emisión, se deberá evaluar también la solidez del Interesado, sus políticas de crédito, la existencia de manuales y la honorabilidad y solvencia de sus ejecutivos.

Generalmente cuando el clima de negocios es favorable, las calificaciones asignadas tienden a ser más favorables que cuando el clima de negocios es desfavorable. De prospectos revisados en SUNAVAL se evidenció que los títulos de participación habían sido calificados por Softline Ratings y que los mismos habían obtenido calificaciones que variaban entre "A" (sub-categoría "A3") y "B" (sub-categoría B1").

Los principales riesgos que asumen los inversionistas de los títulos de participación están asociados a la incertidumbre de futuros pagos (riesgo de repago) y al riesgo en el flujo de caja (riesgo de mora). Por ello la estructura de la titularización deberá perseguir que los flujos del activo subyacente calcen con la estructura de gastos y pagos de capital por lo que será importante analizar los flujos de caja, riesgo de mercado, riesgo de tasa de interés, riesgo cambiario, riesgo de liquidez, riesgo de crédito y el riesgo operativo del Emisor.

Asimismo según Softline Ratings (s.f.) las sociedades calificadoras deberán tomar en cuenta los siguientes riesgos al momento de asignar su calificación:

1. Riesgo de Mercado. Comprende las pérdidas patrimoniales asociadas al cambio de variables críticas que condicionan los flujos futuros. Es el efecto sobre el flujo de caja ocasionado por la diferencia entre el rendimiento de las inversiones que realiza el VPE vs. el rendimiento de los títulos; así como el riesgo de la contraparte y la duración de las inversiones.

2. Riesgo de Tasa de Interés. La rentabilidad del VPE está determinada por la relación de la tasa de interés contractualmente acordada para la emisión que debe ser pagada por el Interesado y la tasa bajo los créditos hipotecarios que constituyen el activo subyacente de la titularización.
3. Riesgo de Liquidez. Para Sofline Ratings (s.f.) este es uno de los riesgos más importantes a analizar ya que puede originar desfases temporales de los flujos entrantes y salientes causados por repagos tempranos en los créditos y cuando los títulos emitidos son comercializados en el mercado secundario. Asociado al riesgo de liquidez está el riesgo de prepago que se refiere a una situación cuando los deudores ejercen algún derecho de repago temprano, lo que cual reduce el ingreso del VPE, específicamente por concepto de intereses que podían haber sido generados bajo los créditos y los cuales pueden llegar a ser insuficientes para servir a los tenedores de los títulos.
4. Riesgo de Crédito. Se refiere al riesgo de incumplimiento de los deudores bajo los contratos de crédito.
5. Riesgo de Cobranza. Esto tiene que ver con el efecto sobre el flujo de caja del VPE, ocasionado por la imposibilidad de que el Administrador, quien realiza la cobranza de los créditos hipotecarios, no realice efectivamente y/o transfiera la cobranza de los créditos al VPE, el encargado de pagar capital e intereses de los títulos de participación.
6. Riesgo Operativo. Se verifica por la participación de varios entes y la asimetría de la información entre los mismos. En una titularización intervienen varios participantes como veremos más adelante.

E.6. MEJORAS CREDITICIAS EN UNA TITULARIZACIÓN.

En vista de los diversos riesgos asumidos en una titularización, existe una serie de garantías que buscan mejorar la calidad crediticia de los activos subyacentes objeto de la emisión.

En ese sentido muchas veces el éxito de la colocación de los títulos depende de la calidad de las garantías.

Las Normas sobre Titularización establecen que SUNAVAL podrá solicitar cualquiera de las siguientes garantías para garantizar las obligaciones bajo los títulos de participación dependiendo de los riesgos asociados al activo subyacente.

1. Garantías generales: Cualquier garantía personal o real constituida por el ente emisor o por terceros, con el objeto de garantizar el cumplimiento total o parcial de los derechos reconocidos a favor de los Inversores.
2. Garantía de margen: El monto del activo subyacente que excederá al valor de los Títulos de Participación emitidos de forma tal que cubra el índice de siniestralidad, asociado a los faltantes de activos que se pudiera presentar, según los parámetros fijados por la SUNAVAL.
3. Exceso de flujo de fondos: Ocurre cuando el flujo de fondos generado por el activo subyacente es superior a los derechos reconocidos en los Títulos de Participación emitidos, en un monto que en ningún caso será inferior al 20% del monto total de la emisión, a fin de que ese diferencial se destine a un depósito de garantía. De producirse desviaciones o distorsiones en el flujo de fondos, el VPE, procederá a liquidar total o parcialmente el depósito de garantía, a fin de obtener los recursos necesarios para honrar los compromisos asumidos con los Inversores.
4. Sustitución de activos: Los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, deberán sustituirse a los fines de incorporar al activo subyacente, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el ente Emisor, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.
5. Contratos de apertura de crédito: Son líneas de crédito contratadas por el ente Emisor con una institución financiera. Dichas líneas de crédito están asociadas a la emisión de los

Títulos de Participación, para atender necesidades específicas de liquidez a solicitud del VPE, quien tiene a su cargo la decisión de reconstituir el flujo de fondos con base en el crédito.

6. Póliza de Seguro: Otorgada por una compañía de seguro debidamente autorizada.
7. Fideicomiso de Garantía: Suscrito con alguna institución financiera debidamente autorizada para actuar como fiduciario.

F. MARCO LEGAL VENEZOLANO

Debido a la pluralidad de sujetos que intervienen en una titularización de créditos hipotecarios y los distintos contratos que regulan las relaciones entre las partes, es necesario revisar una serie de leyes, normas y resoluciones, a los fines de que el modelo a desarrollar esté apegado a la ley. Las normas más relevantes en materia de titularización son:

- a) Normas sobre la Titularización de Activos.
- b) Resolución 179 (Normas sobre operaciones de Fideicomisos).
- c) Ley del Fideicomiso (derogada parcialmente por la nueva Ley de Instituciones del Sector Bancario).
- d) Normas que regulan la cesión de los créditos (Código Civil).
- e) Ley de Instituciones del Sector Bancario (LISB).
- f) Ley de Mercado de Valores (LMV).

En esta sección revisaremos las normas señaladas en los apartados a), b), c) y d). Las leyes LISB y LMV indicadas en las letras e) y f) se analizarán más adelante en otro aparte del presente trabajo.

F.1. RESOLUCIÓN 179.00

De conformidad con la Resolución 179.00, publicada en el año 2000, la cual contiene las normas que regulan las operaciones de fideicomisos, las instituciones financieras que ofrezcan o emitan títulos o valores con respaldo a un patrimonio fideicometido, deberán cumplir con las normas sobre titularización de conformidad con la Ley de Mercado de Valores y obtener la respectiva autorización de la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL) e inscribirse en el registro llevado por la misma, en caso de considerarse necesario.

F.2 LAS NORMAS SOBRE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS

Las normas relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos publicadas en el año 2002 las cuales regulan la titularización en Venezuela, establecen que toda persona que pretenda hacer una oferta pública de Títulos de Participación debe presentar un prospecto indicando las condiciones de la emisión a objeto de obtener una autorización de la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL). Dichas normas especifican la información que deberá incluirse en el prospecto y en la publicidad de la emisión.

En relación al activo subyacente, las normas establecen que se puede titularizar cualquier bien o conjunto de bienes aportados al vehículo de propósito especial (VPE), destinados a respaldar la oferta pública de títulos de participación.

Asimismo las normas establecen que el VPE "puede ser cualquier persona jurídica creada con el fin de recibir el activo subyacente, y que a su vez podrá emitir los títulos de participación".

Respecto a quién puede ser el Interesado, un estudio del Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores sobre Titularizaciones en Latinoamérica (2007), que comparó la normativa sobre titularización en varios países Latinoamericanos, concluyó que las normas sobre titularización en Venezuela no hacen mención del Interesado, a diferencia de otras legislaciones, por lo que consideró que no existe ninguna limitación en relación a quienes podrían actuar como originadores/interesados de los procesos de titularización en Venezuela: "En la práctica los acreedores originarios cedentes han sido muy diversos tanto bancos como empresas."

Respecto al proceso de autorización y registro, el estudio del Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores sobre Titularizaciones en Latinoamérica (2007) señaló que dicho proceso "es similar al aplicable al resto de títulos valores: el originador (Interesado) presenta una solicitud a la que la CNV (hoy día SUNAVAL) la cual cuenta con 30 días para responder. Una vez autorizada la titularización, la CNV (hoy día SUNAVAL) ordena su registro en el Registro Nacional de Valores y el emisor tiene tres meses para iniciar la colocación y seis para culminarla".

De conformidad con las Normas sobre Titularización, la colocación "podrá ser realizada directamente por el ente emisor o a través de agentes de colocación, los cuales podrán actuar en firme, garantizando la colocación o en base a mayores esfuerzos". Los títulos de participación podrán representarse mediante anotaciones en cuenta o certificados y deberán estar desmaterializados en la Caja Venezolana de Valores (C.V.V).

F.3. LEY DE FIDEICOMISOS.

Según la Ley de Fideicomisos (1956) (derogada parcialmente por la LISB en aquellas normas que la contravengan) sólo podrán ser fiduciarios las instituciones bancarias y las empresas de seguro constituidas en el país de conformidad con las autorizaciones pertinentes establecidas en la Ley de Instituciones del Sector Bancario y la Ley de Seguros.

De conformidad con la Ley de Fideicomisos, el fideicomiso se define como una relación jurídica por la cual una persona llamada fideicomitente transfiere uno o más bienes a otra persona llamada fiduciario, quien se obliga a utilizarlo a favor de aquél o de un tercero llamado beneficiario. El fideicomiso debe constar en documento auténtico. Los bienes transferidos y los que sustituyan éstos no pertenecen a la prenda común de los acreedores del fiduciario.

Según Rodríguez (2009) es necesario que la separación contable de los bienes dados en fideicomiso, se refleje en la presentación del balance de la sociedad fiduciaria, pues ni los bienes fideicometidos incrementan el activo social del Banco Interesado, ni las deudas asumidas con cargo a la realización de la finalidad prevista afectan el pasivo del Banco Interesado "razón por la cual los encargos fiduciarios deben figurar en las llamadas "cuentas de orden" (del Banco Interesado) que registran obligaciones contingentes o, como en este caso, bienes radicados en cabeza del fiduciario pero extraños a su patrimonio general".

Más adelante veremos que la utilización del Fideicomiso fue ampliamente utilizada en estructuraciones pasadas pero que como consecuencia de las modificaciones incorporadas a la LISB, actualmente está restringida su utilización.

F.4. LA CESIÓN DE LOS CRÉDITOS.

De conformidad con el Código Civil de Venezuela, la venta o cesión de un crédito, se perfecciona desde el momento en que se conviene sobre el crédito o precio cedido, aunque no se haya hecho la tradición. Adicionalmente se ha interpretado que en Venezuela la cesión no requiere de la autorización del deudor, sino únicamente de su notificación, lo cual, como veremos más adelante, es un aspecto favorable para la titularización de créditos a través del mecanismo de cesión.

Según el estudio de Titulización de Activos en Iberoamérica (2007), las cesiones de crédito no quedan afectadas por el procedimiento concursal del Interesado. Es decir que si el Banco Interesado fuera intervenido y liquidado por la Superintendencia de Instituciones del Sector Bancario (SUDEBAN), la cesión crediticia no podría declararse nula a menos que se compruebe que la misma se realizó durante el período sospechoso en detrimento de sus acreedores, o luego de la cesión de pagos del Banco Interesado.

IX-TIPO DE INVESTIGACIÓN.

Algunos autores de la metodología de la investigación clasifican los tipos de investigación en tres tipos:

- 1- Exploratorios. Están constituidos por aquellos estudios que se realizan cuando el objetivo consiste en examinar un tema poco estudiado.
- 2- Descriptivos. Son aquellos estudios que buscan especificar las propiedades, características y rasgos importantes de cualquier fenómeno que se analice.
- 3- Explicativos. Son aquellos estudios que pretenden establecer las causas de los eventos, sucesos o fenómenos que se estudian.

El presente trabajo requirió principalmente de una investigación exploratoria ya que nos encontramos ante una transacción que no tiene precedentes en Venezuela por lo tanto son escasas o inexistentes las investigaciones realizadas en torno a este tema.

Asimismo el presente trabajo se apoyó en la investigación descriptiva ya que se especificaron características de previas titularizaciones de activos en

Venezuela, distintas a las titularizaciones de créditos hipotecarios, que sirvieron de referencia para estructurar el modelo legal y financiero del presente trabajo.

X- MARCO METODOLÓGICO.

El desarrollo del presente trabajo de investigación se centró en el método lógico, específicamente en el hipotético deductivo, en base a la utilización del pensamiento en sus funciones de deducción, análisis y síntesis.

A fin de obtener respuesta a los objetivos planteados, se realizaron las siguientes etapas de desarrollo:

La (Fase 1) consistió en la búsqueda de información en el internet, textos bibliográficos, tesis, experiencias de titularizaciones en otros países y la revisión de prospectos de emisiones de títulos de participación respaldados por activos distintos a los créditos hipotecarios, en la biblioteca de SUNAVAL.

La (Fase 2), consistió en entrevistas realizadas a expertos en el área bancaria y del mercado de valores, en relación a la viabilidad de una emisión de títulos de participación con respaldo de créditos hipotecarios a la luz de la nueva Ley de Instituciones del Sector Bancario (LISB) y la Ley de Mercado de Valores (LMV), los cuales constituyeron la población y plan muestral del estudio, ya que por su experticia en el área respectiva dieron certeza y calidad a la información suministrada. De esta manera se entrevistó al abogado de la Asociación Bancaria, Ricardo Carbonell y a la economista Alessandra Navarro, Gerente del Departamento de Gerencia de Control de Oferta Pública de SUNAVAL, a fin de conocer las opiniones de la muestra que representan, tanto del gremio de abogados de la Asociación Bancaria como del organismo regulador del mercado de valores de la SUNAVAL, cumpliéndose con el primero de los objetivos del presente trabajo.

Una tercera y última fase (Fase 3), consistió en la propuesta de un modelo de titularización de créditos hipotecarios en Venezuela viable desde el punto de vista financiero y legal que buscó además corroborar el cumplimiento de las motivaciones económicas de sus participantes, cumpliendo de esta manera con el segundo y tercer objetivo del trabajo.

XI- ANÁLISIS Y DISCUSIÓN.

A. Impacto de las recientes modificaciones de LISB y LMV en una titularización de créditos hipotecarios en Venezuela.

La Ley de Instituciones del Sector Bancario (LISB) entró en vigencia con su publicación en Gaceta Oficial N° Extraordinario 6.015, en fecha 28 de diciembre de 2010, la cual fue posteriormente reimpressa en Gaceta Oficial N° 39.627 de fecha 03 de marzo de 2011 para modificar un artículo adicional. La misma contiene modificaciones trascendentales respecto a la ley de bancos del 2001. Se observa que de 523 artículos que contenía la ley del 2001 se eliminaron 255 artículos, quedando únicamente 268 artículos.

Entre los cambios de mayor relevancia para el objeto del presente estudio, encontramos la modificación del artículo 77, numeral 3, que impacta directamente la estructura de titularización de activos en Venezuela. Dicho artículo 77, numeral 3, establece una nueva limitación a las actividades que realizaban anteriormente los fideicomisos al establecer que "las instituciones autorizadas para actuar como fiduciarios no podrán emitir títulos, certificados o participaciones con cargo a un fondo fiduciario".

Según un estudio de Titulización de Activos en Iberoamérica (2007), anterior a LISB, en Venezuela se podía utilizar "cualquier figura jurídica (para titularizar), aunque en la práctica estos (solían) ser Fideicomisos".

La consecuencia directa de esta nueva restricción es que a partir de la fecha de publicación de LISB, las instituciones del sector bancario (actuando en su condición de Fiduciarios) no podrán actuar más como Emisores y Fiduciarios de una titularización de créditos al mismo tiempo como lo venían haciendo y como actualmente todavía lo establece la Resolución 179.00 y las Normas sobre Titularización, las cuales no fueron expresamente derogadas por LISB. Según señalado anteriormente instrumentos legales permiten que el vehículo de propósito especial (VPE) pueda recibir el activo subyacente y a su vez emitir los títulos de participación pudiendo ser el VPE, un fideicomiso.

Para aclarar el alcance del artículo 77, numeral 3, en relación a la legalidad o no de la utilización del fideicomiso como Emisor de una titularización con garantía del fondo fiduciario; el 22 de noviembre del 2011 se entrevistó a la

Gerente de Oferta Pública de SUNAVAL, para conocer la posición de ese organismo respecto al impacto de la LISB en los procesos de oferta pública de titularización de activos en Venezuela. Al respecto cuando se le preguntó a la Gerente de SUNVAL si un banco (en su condición de Fiduciario) podía continuar siendo el Emisor de los Títulos de Participación con cargo a un patrimonio de un fideicomiso aclaró que "el banco no sería el emisor ya que si son créditos hipotecarios debería transferir estos al vehículos de propósito especializado (VPE) quien sería el encargado de emitir los títulos". Esto confirma que SUNAVAL no aprobará estructuraciones/prospectos donde el Fideicomiso fuera el Emisor de los títulos de participación.

Para Morles (2011) causa sorpresa esta nueva prohibición de la utilización de los fideicomisos como emisores en este tipo de estructuras al indicar respecto a la limitante de la LISB, artículo 77, numeral 3 que: "la nueva ley ni precisa o perfecciona el fideicomiso del mercado de valores, como no sea para prohibir inexplicablemente la titularización" (a través del uso de fideicomisos que reciban la cartera y a su vez actúen como Emisores de los títulos).

Asimismo la prohibición de titularizar por parte de bancos fue confirmada por el abogado de la Asociación Bancaria, Ricardo Carbonell (2011), el cual señaló "que estamos retrocediendo en regulaciones bancarias y que LISB tiene un grado de equivocación porque tiene limitaciones y prohibiciones que no tienen sentido". Para este abogado, a causa de este artículo no se podrán realizar titularizaciones donde el Fideicomiso sea al mismo tiempo el comprador de la cartera de créditos y el Emisor de los títulos de participación.

Determinado el alcance del artículo 77, numeral 3, respecto a la prohibición de utilizar el fideicomiso como el VPE para emitir los títulos en una titularización de créditos hipotecarios debemos también revisar el impacto que ha tenido la Ley de Mercado de Valores (LMV) en la estructura de titularización de activos.

La recientemente modificada LMV publicada en la Gaceta Oficial No 39.546 de fecha 05 de noviembre de 2010, también incluye modificaciones trascendentales en el mercado de valores respecto a la ley de mercado de capitales anterior. En términos generales, según Morles (2011), la LMV "lleva a una división artificial del mercado entre mercado público y mercado

privado de valores al crear una bolsa pública y unos operadores exclusivos para efectuar transacciones con títulos de deuda pública y a su vez establece prohibiciones insólitas contra los intermediarios naturales del mercado, los operadores de valores autorizados, a quienes restringe sus derechos como empresarios".

Respecto a los cambios que impactan directamente la estructura de titularización, la principal es que se incorporó una definición de "sociedades titularizadoras" que no se encontraba bajo la Ley de Mercado de Capitales anterior.

Es importante destacar que las sociedades titularizadoras han sido raramente utilizadas para estructurar titularizaciones en Venezuela en comparación con los fideicomisos, en parte por la falta de normativa que regule su funcionamiento. Por ello es necesario que la LMV establezca el marco regulatorio necesario para promover la utilización de estas sociedades en titularizaciones en el mercado de valores venezolano.

La LMV, define a las sociedades titularizadoras como "aquellas sociedades encargadas de la estructuración de emisiones producto de la titularización de valores las cuales deberán ser previamente autorizadas por SUNAVAL de conformidad con ciertos requisitos para su constitución que serán dictadas por SUNAVAL". A la fecha, SUNAVAL no ha publicado dichos requisitos indispensables para determinar el alcance y funcionamiento de estas sociedades. Cuando se señaló la falta de regulación de estas estructuras en Venezuela, la gerente de SUNAVAL, Navarro (2011) indicó que se publicará un compendio de normas en el 2012 donde se regulará en más detalle este tipo de sociedades.

Además de esta definición, contenida en la LMV, actualmente no existe ninguna ley especial que regule las funciones de las sociedades titularizadoras en Venezuela.

A pesar de que no hay regulación suficiente sobre este tipo de sociedades, de la revisión de prospectos en SUNAVAL, se evidenció que el objeto social de las sociedades titularizadoras que participaron en las emisiones del 2008, consistió en: "colocar, negociar, adquirir, activos subyacentes de cualquier naturaleza, con el objeto de respaldar ofertas públicas o privadas de Títulos de Participación emitidas o efectuadas por ella misma dentro o fuera del territorio Nacional". Asimismo, para el cumplimiento del objeto

anterior, se indicó en dichos prospectos que “se podrá dedicar a la adquisición de cobranza de cuentas por cobrar de otras compañías, representadas estas en facturas, letras de cambio, valuaciones y cualesquiera otros instrumentos o documentos usados para tales fines en el comercio, conforme a los usos y costumbres mercantiles con dinero propio o de terceros, establecidos en todo caso como garantía de dichos fondos los activos adquiridos”.

Respecto a la experiencia de otros países con este tipo de sociedades, en Colombia, las sociedades titularizadoras han sido el vehículo de propósito especial (VPE) por excelencia para la estructuración y emisión de títulos de participación con respaldo a una cartera de créditos hipotecarios.

Según información suministrada por la Superintendencia Financiera de Colombia (2007), estas sociedades han tenido como objeto exclusivo, la titularización de activos "hipotecarios" del sistema especializado de financiación a largo plazo (y no cualquier activo) y pueden entre otras, realizar las siguientes operaciones:

- a) Recibir cartera hipotecaria.
- b) Originar, estructurar y administrar procesos de titularización respaldados con bonos y títulos hipotecarios.
- c) Avalar, garantizar y suministrar coberturas sobre las emisiones de títulos hipotecarios en las titularizaciones en las que actúe como originador o emisor.
- d) Emitir títulos de deuda respaldados con su patrimonio.
- e) Obtener créditos, garantías o avales.
- f) Administrar su tesorería.

También un estudio de los esquemas de titularización de Nacional Financiera Boliviana (NAFIBO) (s.f.) describe en detalle los aspectos prácticos de utilizar las Sociedades Titularizadoras en una titularización. Dicho estudio explica que por ejemplo cuando la sociedad titularizadora participa en la emisión de títulos de deuda ello implica la creación de un "patrimonio separado" que es independiente del patrimonio común de la sociedad. Por lo tanto, una sociedad titularizadora tendría un patrimonio común y tantos patrimonios separados como emisiones de títulos de deuda tenga en circulación. Este patrimonio separado estaría conformado por los activos a titularizar, por los colaterales que se constituyan para mejorar la clasificación y por los títulos de deuda que se emitan.

Asimismo el estudio NAFIBO (s.f.) indica que los patrimonios separados tendrían contabilidad independiente y distinta del patrimonio común de la sociedad titularizadora. El adquirente de los títulos de deuda emitidos sería el único que pudiera perseguir los activos del patrimonio separado para pagarse con ellos. Esta separación tendría por objeto dar total seguridad a los adquirentes de los títulos de deuda, de que los bienes que protegen su inversión no pueden ser perseguidos por los otros acreedores de la sociedad titularizadora. Estos podrán obtener el pago de sus créditos con cargo al patrimonio común de la misma. De esta forma a los acreedores les bastará con analizar los activos y pasivos que componen cada patrimonio separado y que naturalmente son de más fácil comprobación tanto en cuanto a su existencia, como a su calidad y posibilidades de realización.

Además de los adquirentes de los títulos emitidos, también serían acreedores de estos patrimonios: el custodio de los activos, el representante de los tenedores de títulos y el administrador de los activos, pero sólo por las remuneraciones que se les adeudan por el desempeño de sus labores. En vista de lo anterior, la quiebra de una sociedad titularizadora en Colombia no produciría la quiebra de los patrimonios separados.

Toda la información encontrada en legislaciones de otros países respecto a las sociedades titularizadoras, si bien ha sido bastante desarrollada y pareciera en un primer momento adecuada su utilización por analogía, para entender cómo sería su funcionamiento en Venezuela, transpolar la aplicación de las normas de otros países en nuestro país, representa un alto riesgo legal, ya que en Venezuela no solamente no está establecida la creación y funcionamiento de estas sociedades en una ley especial sino que además existen riesgos legales y contables, en caso de quiebra de una sociedad de este tipo en Venezuela. Ello se debe a que los acreedores de la sociedad titularizadora podrían ir contra los patrimonios supuestamente "separados" de esta sociedad, por considerar que la sociedad anónima sólo puede tener un patrimonio y por lo tanto deberían aplicarle únicamente las normas contenidas en el Código de Comercio respecto a la quiebra, las cuales establecen que el patrimonio de una sociedad anónima, es la prenda común de todos los acreedores (y no un patrimonio separado).

En vista de lo anterior, en Venezuela debe enfatizarse la importancia de regular no solamente la constitución y funcionamiento de estas sociedades

titularizadoras en una normativa especial de SUNAVAL sino además establecer claramente cómo se realizará la separación legal y contable de los patrimonios "separados" respecto a cada emisión, eliminado de esta manera el riesgo legal señalado anteriormente para poder llenar el vacío legal que actualmente existe en torno a este tipo de sociedades en el mercado de valores venezolano.

B. Sujetos y tipos de mecanismos de titularización antes y después de la modificación de la Ley de Instituciones del Sector Bancario (LISB).

En esta sección, revisaremos brevemente la pluralidad de sujetos que intervienen en una titularización de créditos hipotecarios en Venezuela y posteriormente revisaremos los tipos de modelos de titularizaciones que estaban permitidos bajo la antigua ley de bancos del 2001 y los que de ahora en adelante podrán realizarse bajo la ley de instituciones del sector bancario (LISB) del 2011.



Fuente: Boletín digital de Finanzas Corporativas y Recuperaciones. Titularización: Mecanismo de Financiamiento. Espiñeira Sheldon y Asociados.

- 1) **El Originador o Interesado:** es la institución financiera originadora de la cartera de créditos hipotecarios a transferirse al VPE.
- 2) **El SPV (por sus siglas en inglés) o el vehículo de propósito especial (VPE) (por sus siglas en español):** es cualquier persona

jurídica creada con el fin de recibir el activo subyacente y que a su vez podrá emitir los Títulos de Participación.

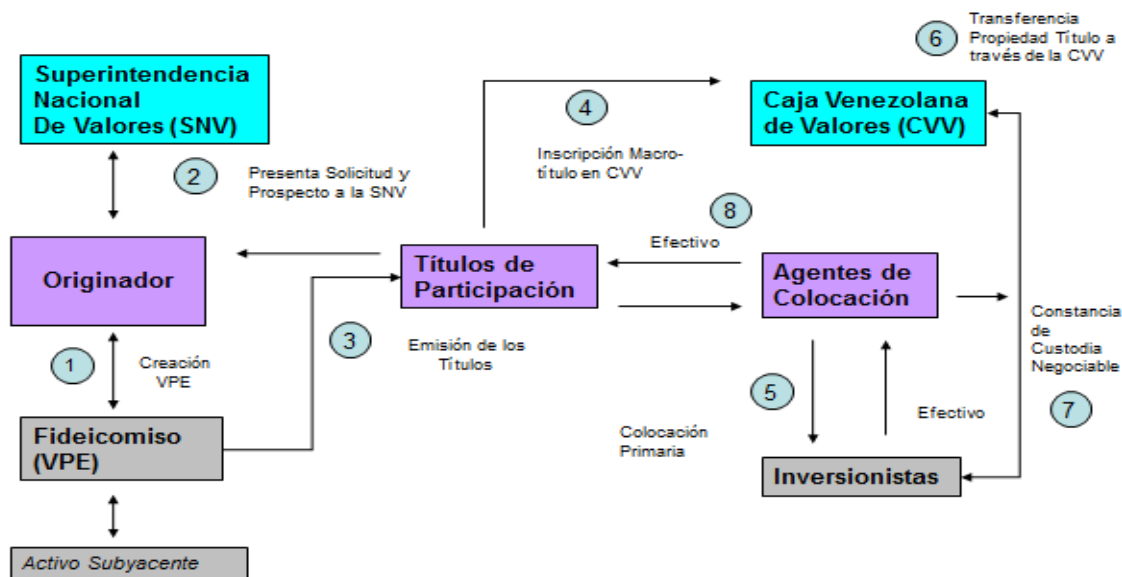
- 3) **Las Sociedades Calificadoras de Riesgo:** son aquellas empresas encargadas de evaluar la calidad crediticia de los títulos a emitir.
- 4) **El Custodio:** es la entidad responsable de vigilar la conservación de los derechos patrimoniales inherentes a los inversores de los Títulos de Participación. En Venezuela generalmente esta función la cumple la Caja Venezolana de Valores (CVV) que es aquella entidad donde se pueden registrar los títulos de participación desmaterializados.
- 5) **El Garante o Avalista del VPE:** pueden ser instituciones financieras o seguros nacionales o internacionales que puedan garantizar la emisión.
- 6) **El Administrador o Agente de Cobranzas/Agente de Pago:** es la entidad que se encarga de cobrar los créditos y transferir dichos recursos al VPE. Esta función la pueden desempeñar tanto el Interesado como el Titularizador (Emisor).
- 7) **El Vendedor o Agentes de Colocación:** son aquellas personas facultadas para actuar como intermediario entre el Emisor y el Inversionista a objeto de realizar la colocación (venta) primaria de la emisión de títulos valores en el mercado, la cual puede ser: (i) en firme, garantizando la colocación o (ii) en base a mayores esfuerzos.
- 8) **El Representante de los Tenedores:** es quien representa los intereses de los inversionistas de los títulos de participación. El mismo deberá comprobar la existencia de las garantías de la emisión y ejercerá las acciones legales y judiciales procedentes para la defensa y protección de los derechos de los tenedores.

Respecto a los contratos que son necesarios para regular las relaciones de sus participantes enumeramos los siguientes, los cuales se explicarán brevemente en la sección de los pasos del modelo de Titularización que se propone más adelante.

- Contrato de Titularización de Activos.
- Contrato de Fideicomiso de Administración.
- Contrato de Representante de Tenedores.
- Contrato de Agente Custodio y Pago.
- Contrato de Agente de Cobranza o Mandato con Representación.

C. Tipos de Estructuraciones.

C.1. Modelo #1. Ejemplo de una titularización cuando el VPE y el Emisor es un Fideicomiso



Fuente: "Los Efectos Económicos y Financieros de la Titularización en el Mercado de Capitales", SUNAVAL.

Este tipo de estructuración había sido el modelo utilizado por excelencia en la mayoría de las titularizaciones en Venezuela hasta la recientemente modificada Ley de Instituciones del Sector Bancario (LISB) en el 2011.

El mismo consistía en la cesión de una cartera de créditos por parte del Interesado a un Fideicomiso de manera pura, simple, perfecta e irrevocable, sin recurso contra el Interesado, ni garantía del Interesado, lo que permitía que "el Fiduciario apareciera como propietario legal y otros como los beneficiarios" (Rodríguez, 2011). Posteriormente se realizaba la emisión de títulos de participación con respaldo a los créditos hipotecarios por parte del Fideicomiso en el mercado de valores. Su preferencia se debía a que el Fideicomiso es una figura jurídica regulada en una ley especial en Venezuela que establece de manera inequívoca el aislamiento de los bienes dados en fideicomiso en un patrimonio autónomo del Interesado y del mismo Fiduciario además de ser una figura jurídica supervisada por SUDEBAN con bastante regularidad.

C.2. Alternativas de modelos a utilizar después de la modificación de la Ley de Instituciones del Sector Bancario.

Luego del cambio de ley del sector bancario (LISB), el modelo #1 bajo el aparte anterior quedó prohibido por el artículo 77, numeral 3 de LISB por lo que actualmente una titularización solo podría realizarse en principio bajo los modelos #2 y #3 que se indican a continuación.

Modelo #2. Titularización cuando el VPE y Emisor es una Sociedad Titularizadora.



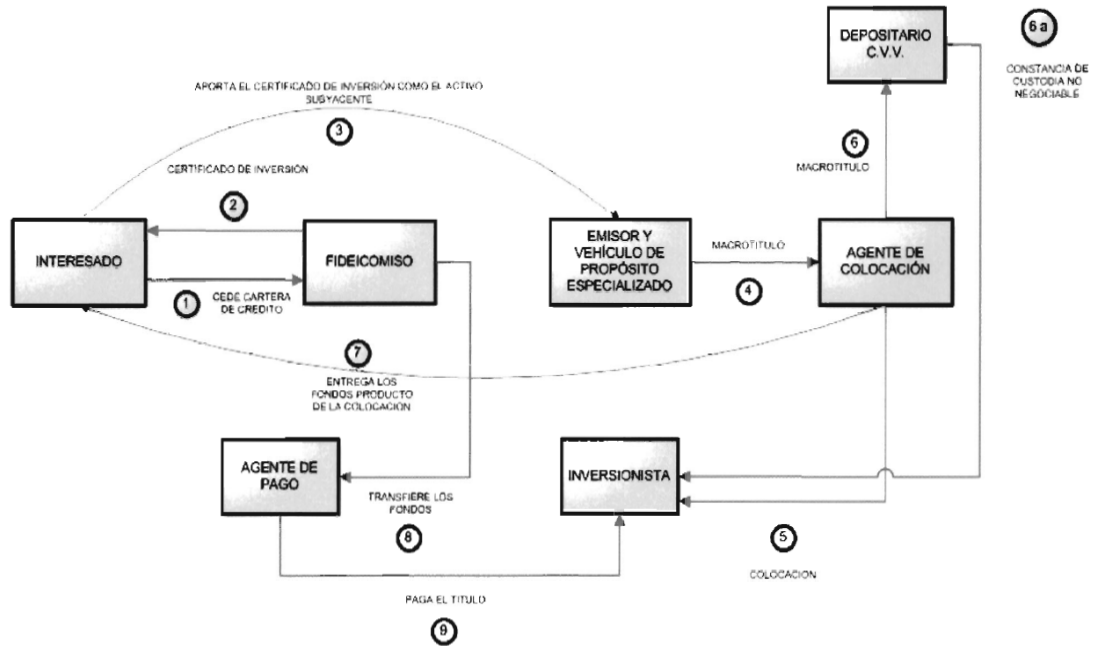
Fuente: Presentación "Titularización cartera hipotecaria".
NAFIBO, Sociedad de Titularización.

Este modelo consiste en que un Interesado cede una cartera de créditos hipotecarios a una Sociedad Titularizadora, la cual crea un patrimonio separado del patrimonio de la Sociedad Titularizadora a efectos de realizar una emisión de títulos de participación con respaldo al patrimonio creado con los créditos hipotecarios.

Aunque este modelo está legalmente permitido como se indicó anteriormente, su desventaja consiste en el vacío legal existente respecto a la operatividad de estas sociedades en Venezuela, específicamente en relación al aislamiento del riesgo de los acreedores de la sociedad titularizadora en caso de quiebra.

Modelo #3.

Se constituye un Fideicomiso para administrar la cartera pero el VPE y Emisor de los títulos es la Sociedad Titularizadora.



Fuente: Prospecto Titularizadora Occidental de Descuento- 2008

En este modelo el Interesado cede los derechos de la cartera de crédito a (1) un Fideicomiso el cual emite un certificado de inversión (2) que aporta a un VPE que en este caso sería la Sociedad Titularizadora (3) la cual emite los títulos de participación en el mercado de valores con garantía del certificado de inversión representativo de los créditos hipotecarios administrados por el Fideicomiso (4) cuyos títulos son posteriormente vendidos a los Inversionistas por los Agentes de Colocación designados (5).

D. Modelo propuesto para una titularización de créditos hipotecarios bajo las leyes venezolanas vigentes.

De los modelos revisados, se propone la utilización de la opción # 3, ya que el Emisor sería la Sociedad Titularizadora y no un Fideicomiso, estructura que como vimos anteriormente ha sido expresamente prohibida por la LISB.

A su vez, se propone esta estructura #3 ya que la misma utilizaría el Fideicomiso en la primera parte de la estructuración únicamente para realizar la transferencia de los créditos hipotecarios de manera perfecta e irrevocable al Fideicomiso y posteriormente para la administración de la cartera. De esta manera se continuaría aprovechando de los beneficios que hacían anteriormente atractiva la utilización del Fideicomiso para los estructuradores de titularizaciones tales como: (i) la creación de un patrimonio separado del Interesado, (ii) el aislamiento del riesgo de quiebra del Interesado y de la sociedad titularizadora ya que no existe duda respecto a la separación legal y contable de patrimonios cuando nos encontramos ante la figura del Fideicomiso, (iii) la infraestructura necesaria para la administración de los flujos recibidos por los créditos y su transferencia al Agente de Pago (en nuestro modelo la C.V.V), y (iv) una supervisión continua del Fideicomiso por parte de un ente regulador como lo es la SUDEBAN.

No se propone la estructura # 2 (que en principio también estaría permitida por LISB) ya que a pesar de la simplificación de la estructura al hacer que el receptor de la cartera y el Emisor sean la misma persona jurídica, es decir, la sociedad titularizadora, a la fecha, todavía existe confusión sobre la operatividad de este tipo de sociedades en Venezuela y la manera cómo una sociedad titularizadora puede crear varios patrimonios autónomos separados siendo una sociedad anónima, cuyo vacío legal no ha sido resuelta ni por LMV ni por normas de SUNAVAL dictadas a tal efecto.

E. Desarrollo del Modelo #3.

A continuación se detalla paso a paso cómo se desarrollaría el modelo #3 propuesto:

- 1) Un banco local con una cartera de créditos hipotecarios por encima del porcentaje obligatorio de 4.8% o con mucha demanda de créditos hipotecarios, preseleccionaría una parte de su cartera de créditos a fin de cederla a un Fideicomiso con el propósito de obtener liquidez.

Según una reciente emisión de títulos hipotecarios del BANAVIH de noviembre 2011 realizada conforme a la ley del BANAVIH, se utilizó la siguiente metodología para pre-seleccionar la cartera de créditos hipotecarios, la cual también puede ser utilizada para la pre-selección de la cartera bajo una titularización de créditos hipotecarios, especialmente en lo relacionado a: (i) la fecha de protocolización del documento de préstamo el cual no debería tener más de 5 años de antigüedad respecto a la fecha de formación de la cartera (ii) el destino del préstamos que debe ser de adquisición de vivienda (iii) el plazo del préstamo que podría ser de 10 años (también existen créditos hipotecarios de 20 y 30 años) (iv) el tipo de préstamo que también sería hipotecario (garantizado con hipoteca) (v) la situación del préstamo que no debería tener más de una cuota vencida y por último (vi) la categoría del préstamo el cual debería ser A o B según la calificación de crédito obtenida. No se tomaría en cuenta la información que hace referencia al "origen de los recursos" ni a "la afiliación al fondo de garantías" ya que dichos rubros aplican únicamente a préstamos otorgados bajo la ley del BANAVIH, que no es el caso de nuestro modelo de titularización, cuyo activo subyacente estará compuesto por créditos otorgado por los bancos con fondos propios y no fondos del BANAVIH.

Metodología de selección de préstamos de emisión BANAVIH 2011

Tipo de Información	Valor	Descripción
Fecha protocolización del documento	Mayor al 2005	No mas antiguo de 5 años a la fecha de formación de la cartera
Destino del préstamo	2	Adquisición vivienda
Plazo cancelación	10	Años
Tipo de préstamo	1	Hipotecario
Origen de los recursos	1	FAOV
Afiliación al Fondo de Garantías	S	Si
Situación del préstamo	V	Vigente: 01 cuota vencida

Categoría del riesgo	A o B	A o B: de cero a una cuota mensual vencida
----------------------	-------	--

Fuente: Prospecto Emisión de Valores Hipotecarios de BANAVIH (2011)

- 2) A continuación constituye el Fideicomiso, para lo cual el Interesado y el Fideicomiso celebran un Contrato de Fideicomiso de Administración mediante el cual el Interesado cede los créditos hipotecarios al Fideicomiso de manera perfecta e irrevocable a cambio de un Certificado de Inversión Fiduciario.
- 3) La cesión de los créditos hipotecarios debe ser notificada a los deudores, en cumplimiento con lo establecido en el Código Civil Venezolano, girando además instrucciones a los deudores para que los pagos de los préstamos se efectúen directamente en la cuenta del Fideicomiso y no en la cuenta del Interesado.
- 4) El Interesado posteriormente cede el Certificado de Inversión Fiduciario a una Sociedad Titularizadora quien luego de verificar que los préstamos tienen un nivel de morosidad aceptable y un nivel de flujos de efectivo predecible acuerda, es decir que la relación flujo total de activos y monto a ser titularizado es superior a 1 de manera que los flujos de los préstamos hipotecarios puedan cubrir los montos a ser titularizados, celebrará un Contrato de Titularización de Activos con el Interesado, el cual tendrá por objeto ceder el Certificado de Inversión a la Sociedad Titularizadora, con el único propósito de realizar una titularización de esa cartera. El precio de la cesión será pagado al Interesado con el producto de la Oferta Pública de los Títulos de Participación que se realizará con posterioridad.
- 5) A fin de realizar la emisión de los títulos de participación respaldados por el Certificado de Inversión, la Sociedad Titularizadora presentará un prospecto a SUNAVAL el cual según el artículo 5 de las Normas de Oferta Pública sobre Titularización debe contener la siguiente información con el fin de proteger los intereses de los inversionistas:
 - (i) Identificación del Emisor.
 - (ii) Declaración jurada del representante judicial del Emisor donde de fe de la veracidad de la información suministrada.
 - (iii) Monto de la emisión la cual no podrá ser 80% superior a los derechos patrimoniales del activo subyacente.

- (iv) Descripción del activo subyacente.
- (v) Valor nominal del Título de Participación.
- (vi) Determinación de si se trata de un Título Nominativo o a la Orden.
- (vii) Plazo de vencimiento de la emisión.
- (viii) Rendimiento estimado de los Títulos.
- (ix) Relación de costos y gastos del Emisor.
- (x) Garantías que respalden la emisión.

6) Antes de solicitar la calificación crediticia se debe fortalecer la calidad crediticia de los activos subyacentes a fin de obtener una mejor calificación crediticia de la emisión. De la revisión de prospectos de SUNAVAL y de titularizaciones de créditos hipotecarios en otros países, se recomienda el uso de las siguientes garantías para reforzar la calidad crediticia de una titularización de créditos en general:

- (i) Sobrecolateralización de la emisión por parte del Interesado. En ese caso el Interesado cede créditos hipotecarios a la Sociedad Titularizadora por encima del valor de la emisión de manera que existan flujos de fondos en exceso de los derechos patrimoniales reconocidos en los títulos y que formaran parte de un fondo de garantía en caso de contingencias. En Venezuela según las Normas sobre Titularización de Activos, la sobrecolateralización debe ser mínimo del 20%.
- (ii) Sustitución de créditos en mora, garantía por medio de la cual el Interesado se obliga a sustituir aquellos créditos que forman parte del activo subyacente que dejen de cumplir con las características de calidad y especie o que hayan sido terminados anticipadamente.
- (iii) Seguro de una compañía de seguros o garantía de un banco (por ejemplo de una entidad del gobierno como el BANAVIH tal como ocurre en otros países donde el gobierno cuenta con organismos especiales que se convierten en garantes de este tipo de titularizaciones de crédito para viviendas).
- (iv) Depósito equivalente a 3 meses de intereses de los títulos por adelantado, conformado con el producto de los fondos levantados en la emisión.

- 7) En cumplimiento de las Normas sobre la Organización y Protección de los Obligacionistas, los inversionistas deben designar un Representante de los Tenedores de los títulos de participación para proteger sus intereses ante SUNAVAL. Su designación, derechos y obligaciones estarán contenidas en un Contrato de Representante de los Tenedores.
- 8) Una vez aprobado el prospecto y autorizada la oferta pública de emisión de los títulos por parte de SUNAVAL, la Sociedad Titularizadora debe registrar la emisión en el Registro Nacional de Valores de SUNAVAL.
- 9) La Sociedad Titularizadora emite el Macro-Título Provisional y lo inscribe en la C.V.V. para su custodia, depósito y pago y el Macro Título Definitivo una vez concluida la colocación. Para ello la Sociedad Titularizadora firma un Contrato de Agente Custodio y Pago con la C.V.V., en cuyo momento la C.V.V. abrirá una Cuenta de Valores a favor de la Sociedad Titularizadora en su sistema donde se evidencien los depósitos, transferencias y retiros respecto a los títulos emitidos.

En sus funciones de Agente de Pago, la C.V.V. deberá recibir los pagos de los créditos por efecto de la cobranza realizada por el Fideicomiso, y abonar los intereses a los inversionistas en las subcuentas que a tal efecto les haya creado la Sociedad Titularizadora en la C.V.V.

- 10) La Sociedad Titularizadora designa a los Agentes de Colocación para que proceden a colocar los papeles en el mercado mediante la oferta pública de valores lo cual será regulado en un Contrato de Colocación. Según las Normas relativas a la Oferta Pública y Colocación de Valores y a la Publicación de las Emisiones (2011) sólo podrán ser agentes de colocación, los operadores de valores autorizados y las personas jurídicas, públicas o privadas autorizadas expresamente para ello.
- 11) Una vez adjudicados los títulos, la Sociedad Titularizadora transferirá la propiedad de los mismos a los inversionistas a través de anotaciones en cuenta en la C.V.V., la cual generará Constancias de Custodia Negociables para cada inversionista.
- 12) Los fondos levantados de la Oferta Pública de los Títulos de Participación serán enviados por los Agentes de Colocación a la Sociedad Titularizadora, la cual los transferirá al Interesado como pago

de la cartera y según lo establecido en el Contrato de Titularización de Activos previamente suscrito.

- 13) Los Títulos de Participación estarán inscritos en una Bolsa de Valores para su negociación en el mercado secundario a fin de permitir su negociación antes de su vencimiento (10 años), otorgándoles la necesaria liquidez para el éxito del modelo. Asimismo la inscripción de los títulos en una Bolsa permitirá que la ganancia de la venta de los títulos esté sujeta a un único impuesto sobre la renta del 1% (*flat fee*), y no a un impuesto sobre la renta del 34%, en el caso de que los títulos fueran transados fuera de la Bolsa de Valores.

F. Análisis de motivaciones económicas y aspectos legales fundamentales del modelo de titularización de créditos hipotecarios propuesto.

A fin de verificar la viabilidad financiera y legal del modelo #3 propuesto, se analizó si se cumplían las motivaciones económicas que debían estar presentes para titularizar que se indicaron en el marco metodológico del presente trabajo.

a. Motivaciones económicas para el Emisor, Interesado, el Emisor y para los Inversionistas.

En la estructura propuesta de titularización de créditos hipotecarios se encontró que existen varias motivaciones económicas del Banco Interesado para titularizar que consisten entre otras, en ceder un crédito a largo plazo (10 años) a un tercero a fin de obtener liquidez inmediata para otorgar nuevos créditos hipotecarios y/o reducir la brecha entre sus activos y pasivos.

Otra motivación encontrada consistió en la transferencia del riesgo de impago del Banco al VPE, todo lo cual mejora su ROA, ROE y CAP e incrementa sus utilidades ya que recibe una prima por la venta de su cartera, sin aumentar su pasivo porque no está solicitando un préstamo, ni está emitiendo obligaciones ni solicitando aportes de efectivo de sus accionistas.

Asimismo, la titularización mejora la liquidez de los activos del Interesado, al convertir un activo ilíquido en líquido, ya que transfiere

créditos de la columna de los "créditos" del activo al renglón del "efectivo" dentro del mismo activo, sin modificar su pasivo. En una titularización, el Interesado también se beneficia de una mejor calificación del activo una vez que lo transfiere a un tercero (que el modelo #3 es el fideicomiso) y que permite el aislamiento del riesgo de intervención y posterior liquidación del Interesado respecto a los títulos a emitir.

Para el Emisor, que en nuestro caso es la Sociedad Titularizadora, la motivación económica sería obtener una comisión por la estructuración y emisión de los títulos además de recibir el *spread* por colocar los títulos a una tasa inferior a la tasa de interés recibida por los préstamos cedidos en garantía luego de descontados los costos de la emisión.

Para los Inversionistas, la motivación económica consistiría en diversificar sus inversiones, obtener rendimientos superiores a los ofrecidos en el mercado de valores venezolano y colocados a largo plazo. Asimismo se beneficiaría de un bajo riesgo asociado únicamente al VPE y no al Banco Interesado.

b. La Titularización y la Banca.

Según Ponce (2008) las siguientes cuentas contables se ajustan a raíz de la titularización, lo cual evidencia en más detalle los beneficios contables de una titularización para el Interesado.

- Disponibilidades: Se refleja un ingreso de efectivo equivalente al monto colocado por la emisión y un egreso por gastos de comisión.
- Créditos vigentes: se observa una disminución de la cartera de créditos vigentes por el monto del activo subyacente a ceder al fideicomiso para poder realizar la titularización.
- Provisión de la cartera de créditos: se establece una disminución de la provisión genérica de la cartera.
- Gestión Operativa: se refleja un aumento producto de la disminución de la provisión de la cartera de créditos. (se refiere a la utilidad neta

producto de la gestión operativa de la gestión financiera realizada por el banco.

En los bancos las ventajas contables se verifican al sacar sus activos de los balances y traspasarlos al VPE, lo cual da mayor maniobra en la cartera de activos del banco generando mayor capacidad de uso de capital conocido como financiamiento fuera del balance.

Los índices financieros y operativos de un banco producto de la titularización que resultan afectados son los siguientes:

- a) Índice de patrimonio: se afecta el índice de Activo Improductivo para el Patrimonio y Gestión Operativa y el Índice de Otros Activos sobre Patrimonio mas Gestión Operativa debido al traspaso de la cartera de créditos al consumo, los cuales son activos de bajo riesgo.
- b) Índices de calidad de activos: se mejoran los indicadores de calidad de los activos debido a una reducción de la provisión de la cartera de créditos sobre la cartera bruta y de la cartera de créditos inmovilizada bruta. Sin embargo el indicador del activo Improductivo sobre Activo Total se deteriora inicialmente debido al traspaso de la cartera pero con el paso del tiempo tenderá a estabilizarse.
- c) Índice de Gestión. Se observa un deterioro de los Gastos Operativos y de Personal del Activo Producto Promedio y de Otros Ingresos Operativos sobre el Activo Promedio, debido principalmente a la disminución del activo producto de la transferencia de la cartera de crédito al VPE.
- d) Índices de Rentabilidad: El Margen Financiero Bruto sobre el activo promedio: éste indicador mejora al ser más eficiente el resultado de la operación al requerir menos activos. Sin embargo, también tenderá a estabilizarse.
- e) Índice de Liquidez: se afectan positivamente el indicador de Cartera de Créditos Neta sobre Captaciones del Público y el Indicador de Cartera Neta entre Captaciones del Público en Inversiones Cedidas debido a que se mantienen las mismas captaciones pero una menor obligación en términos de cartera de crédito debido al traspaso de la cartera al fideicomiso.

c. Existencia de activos favorables para su titularización.

Según Alles (2002) las hipotecas sobre viviendas han sido la categoría de activos más favorecidos para la titularización por presentar características homogéneas, documentación de préstamo estandarizada y flujos de caja previsibles que permiten evaluar fácilmente los riesgos y la calidad crediticia de los activos. En vista de lo anterior nos encontramos ante activos favorables para su titularización.

d. Existencia de un marco legal apropiado.

A pesar de los recientes cambios en LISB y LMV en la estructura propuesta se evidenció que se cumplen con las exigencias mínimas que según el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (2002) deben existir para tener un marco jurídico legal apropiado para realizar una titularización de créditos hipotecarios. Así en el modelo #3 propuesto observamos que en Venezuela existe un mecanismo de transferencia de activos regulada en el Código Civil de Venezuela, el cual es la "cesión", la cual permite que se pueda perfeccionar la transferencia de los créditos hipotecarios del Interesado a un VPE con efectos ante terceros, mediante la notificación por escrito al deudor de dicho crédito, conllevando de esta manera a la realización de una venta perfecta donde hay una efectiva transferencia de titularidad de la cartera de créditos del Interesado al Fideicomiso, quien luego cede el certificado de inversión a la Sociedad Titularizadora para que actúe como el emisor de los títulos.

La cesión de créditos hipotecarios no estaría sujeta a aprobaciones adicionales, por ejemplo de SUDEBAN, aun cuando se trata de créditos bancarios. Ello fue confirmado por Navarro (2011) cuando se preguntó si en titularizaciones de créditos pasadas se había requerido la autorización de SUDEBAN para la cesión de los créditos a un tercero (y como regularmente se hace cuando la cesión es únicamente supervisada por SUDEBAN), a lo cual se respondió que "en ningún caso se ha requerido autorización de la Superintendencia de Bancos, en las titularizaciones de préstamos para la compra de vehículos que son las que se han realizado (en SUNAVAL)".

Respecto al fideicomiso, el mismo se utilizaría a los fines de realizar la separación legal y contable de los créditos y de administrar la cartera, por lo cual, en la estructura propuesta, la utilización del fideicomiso no violaría la actual LISB.

Adicionalmente, en lo que concierne a las sociedades titularizadoras, la Ley de Mercado de Valores, les reconoce personalidad jurídica separada del Interesado para estructurar emisiones previamente autorizadas por SUNAVAL de manera que no se estaría incumpliendo con la normativa de LMV en caso de su utilización.

En relación a los requisitos de registro y publicidad para una estructura de titularización en Venezuela, las Normas sobre Titularización de Activos, expresamente exigen el registro y publicidad de un prospecto por lo que bajo la estructura propuesta, se garantizaría el derecho de información de los Inversionistas para tomar una decisión respecto a su inversión.

e. Temas impositivos.

Según prospectos revisados de emisiones realizadas por Sociedades Titularizadoras en el 2008, tanto el Emisor, como el Interesado y los Inversionistas están obligados al pago de impuestos al que estuvieran sujetos, de conformidad con la ley.

En este sentido, las ganancias de capital (prima) obtenida por el Interesado por la cesión de la cartera quedarían a cargo del Interesado, mientras que las ganancias de capital de la Sociedad Titularizadora (VPE) con ocasión del *spread* recibido por colocar títulos a una tasa inferior a la tasa de interés recibida por los préstamos cedidos en garantía que forman parte de su activo, quedarían a cargo de la Sociedad Titularizadora.

(Muci, 2006) ha recomendado que se exceptúe el pago de impuestos y derechos registrales las cesiones o ventas de activos en una titularización a los fines de promover su utilización al igual que se ha hecho en los Estados Unidos.

f. La calificación del crédito.

De prospectos de otras titularizaciones revisados en SUNAVAL, se determinó que han existido titularizaciones calificadas como categoría A y B, lo cual está directamente relacionado con la calidad del activo.

En el presente modelo se considera factible obtener una calificación crediticia de grado de inversión "A" en vista de que los créditos hipotecarios son activos de baja morosidad y se permitiría la sustitución de activos en caso de desmejoramiento de la calidad del activo. Recordemos que en vista de que el Interesado puede sustituir activos en este modelo, la calificadora también revisaría el crédito del Interesado.

Asimismo se estima que la calificación sea alta porque generalmente en este tipo de estructuraciones, un banco que en este caso es el Fideicomiso, realiza la cobranza de los créditos por contar con la experiencia, estructura y personal capacitado para ello, además de contar con manuales que regulan todos sus procedimientos internos y de cobranza de créditos y ser una institución sujeta al control y supervisión de SUDEBAN.

G. Otros temas financieros a considerar al momento de estructurar la Titularización.

a. Monto de la emisión.

Para determinar el monto de la emisión, se observaron prospectos de titularización de otros activos en el mercado de valores venezolano y el monto de la reciente emisión de títulos de cédulas hipotecarias realizada por el BANAVIH en 2011.

De esta revisión se observó que en su mayoría se colocaron exitosamente títulos de participación por montos entre Bs. 4MM y Bs. 12 MM y que la emisión de títulos de cédulas hipotecarias por el BANAVIH fue por Bs. 6MM. En vista de lo anterior se considera recomendable fijar el monto de la emisión del presente modelo en Bs. 10MM.

A efectos de cumplir con el 20% de sobrecolateralización exigida por las Normas de Titularización, si el monto de la emisión es por Bs 10 MM, se determinó que la cesión de una cartera de créditos hipotecarios sería igual a Bs. 12.5 MM para cumplir con el porcentaje de sobrecolateralización.

b. Amortización del Título. Tasa de interés a pagar.

A efectos de determinar la tasa a pagar en los títulos de participación se determinó que debían tomarse en consideración los siguientes aspectos:

- (i) la calificación crediticia de los activos;
- (ii) la tasa de los créditos hipotecarios;
- (iii) el índice de morosidad;
- (iv) los rendimientos históricos pagados a titularizaciones similares en el pasado y morosidad.

(i) La calificación de los créditos.

Según referido anteriormente se asumió una calificación obtenida de grado de inversión "A".

(ii) La tasa de créditos hipotecarios.

Tomando en cuenta que la última tasa social publicada por el Ministerio de Vivienda y Hábitat para septiembre 2011 fue de 11.42%, asumiendo una excelente calificación que permite descontar un porcentaje bajo a la tasa social, podríamos establecer como tasa de los títulos el 90% de la tasa social de créditos hipotecaria que equivaldría al 10.27%, menos el porcentaje de morosidad de la cartera, que se indica a continuación.

Los títulos pagarían intereses fijos por periodos vencidos y la tasa está directamente correlacionada con los ajustes que realice el gobierno a la tasa social, lo cual ocurre anualmente.

(iii) Índice de morosidad.

Para el análisis del presente modelo financiero asumimos un índice de morosidad del 1.44% que fue el porcentaje de morosidad

determinado por SUDEBAN al cierre del 2011 para el sistema bancario, el cual será descontado de la tasa hipotecaria como se indicará más adelante en el resultado obtenido de la tasa de interés a pagar.

(iv) Los rendimientos históricos.

Para determinar el contexto de tasas de interés pagados en productos financieros en el mercado, se revisó el siguiente cuadro de Tasas Promedio de papeles comerciales, obligaciones, títulos de participación, comparativas con tasas de interés activas y pasivas bancarias de Enero 2011- Agosto 2011.

Respecto a los títulos de participación, el rendimiento promedio pagado por las titularizaciones durante el 2011 fue de 15.76%.



TASA PROMEDIO DE LAS OBLIGACIONES, TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN Y PAPELES COMERCIALES
COMPARATIVO CON TASA DE INTERÉS PASIVAS Y ACTIVAS
Año 2011

MESES	ACTIVAS	OBLIGACIONES (2)	TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN (2)	PAPELES COMERCIALES (2)	PASIVAS (1)
Enero	17,53%	15,30%	15,02%	15,25%	15,04%
Febrero	17,85%	15,23%	16,05%	0,00%	14,89%
Marzo	17,13%	15,18%	16,05%	0,00%	14,86%
Abril	17,69%	15,15%	16,05%	4,50%	15,04%
Mayo	18,17%	15,23%	15,73%	3,88%	15,10%
Junio	17,41%	15,14%	15,73%	3,87%	14,77%
Julio	18,51%	14,88%	15,73%	3,87%	14,52%
Agosto	17,37%	14,57%	15,73%	3,63%	14,50%

FUENTE: SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE VALORES Y BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

(1) La tasa de Interés Pasiva es la correspondiente a Depósitos a plazos a 90 días.

(2) Para el cálculo de las tasas de obligaciones, papeles y títulos de participación se utiliza promedio ponderado.

Resultado de Tasa de Interés a pagar.

En conclusión y luego de considerar las variables de la "i" hasta la "iv" de esta sección, una tasa apropiada a cobrar en los títulos al momento de la emisión sería de 10.13%, la cual sería el resultado de descontar un 1.44% de morosidad al 90% de la tasa social equivalente a 10.27%.

La tasa del 10.13% estaría 5.63% por debajo de los rendimientos pagados a otras titularizaciones (distintas a las titularizaciones con cargo a una cartera hipotecaria) que en promedio entre Enero y Agosto del 2011 fue de 15.76%. No obstante, hay que tomar en cuenta que la tasa del 10.13% estaría 8.13% por encima de la tasa de 2% anual pagada por el BANAVIH en la reciente emisión de valores hipotecarios por Bs. 6 MM en 2011.

En vista de lo anterior, los títulos de participación con garantía de créditos hipotecarios, podrían ofrecer rendimientos un poco por debajo de las titularizaciones sobre otros activos como créditos de vehículos y tarjetas de crédito, lo que se explica ya que normalmente las tasas sobre créditos de vehículos cuota balón (16.35% para diciembre 2011 según Aviso Oficial publicada por el BCV en diciembre 2011) y tarjetas de crédito (29% según Aviso Oficial publicada por el BCV en diciembre 2011) están muy por encima de las tasas sociales (11.42%) para septiembre 2011.

Asimismo si comparamos los rendimientos con otros títulos similares en el mercado que cuenta contra la cartera hipotecaria obligatoria, estos ofrecerían rendimientos superiores a los que pudieran ofrecer las cédulas hipotecarias emitidas por el BANAVIH, todo lo cual se traduciría en un título atractivo para los bancos, ya que ofrece mejores tasas que los títulos hipotecarios otorgados por el BANAVIH.

Finalmente es importante destacar que esta tasa pagadera bajo las títulos aunque se establece en 10.13% al momento de la emisión deberá estar indexada a la tasa social que aplica a los créditos hipotecarios publicada por el Ministerio de Vivienda y Hábitat de tiempo en tiempo, para evitar desajustes en los flujos de efectivo de los préstamos hipotecarios pagar los intereses de los títulos de participación.

Comisiones y gastos.

Según prospectos revisados, se evidencia que mientras el Interesado tenga las facultades de cobranza de las cuentas por cobrar del activo subyacente, el Interesado asumirá los gastos y comisiones que genere el contrato de titularización o contrato de fideicomiso (según sea el caso) además de los gastos de la oferta pública de los títulos de participación, los cuales comprenden los siguientes:

- (i) Comisión de Estructuración y Colocación: respecto a los títulos efectivamente adjudicados.
- (ii) Costos por administración del Fideicomiso: un porcentaje anual respecto a los fondos fideicometidos. Generalmente el porcentaje equivale al 1% o 2% de los fondos fideicometidos.
- (iii) Tasas y contribuciones aplicables a pagaderas a SUNAVAL: según las Normas de Tasas y Contribuciones (2011), las Sociedades Titularizadoras estarán sujetas a un pago a SUNAVAL del 2% del valor de la emisión en que participen. Según la estructura propuesta esto equivaldría a Bs 2.000.000.
- (iv) Otros gastos: constituidos por impresión del Prospecto y Macro títulos, gastos publicidad, calificadoras de riesgo e inscripción de la emisión y otros.

c. Período de vigencia de los Títulos.

La coordinación del período de vigencia de la emisión es muy importante para evitar desajustes en los flujos de caja entrante y saliente. Se determinó tomando en cuenta:

- (i) la vida promedio de la cartera crediticia;
- (ii) las necesidades del mercado;
- (iii) los índices de prepago;
- (iv) el perfil del inversionista.

(i) Vida promedio de la cartera.

En el caso de nuestra estructura financiera asumimos que los créditos hipotecarios preseleccionados para formar parte de la cartera a titularizar tienen una vida promedio de 10 años por lo que los títulos deberán también tener una vida promedio de 10 años.

(ii) Necesidades del mercado.

De la revisión de las colocaciones de pasadas titularizaciones se evidenció que en el mercado venezolano existe apetito por instrumentos financieros con retornos mayores a las obligaciones, papeles comerciales y acciones en el mercado de valores venezolano, los cuales están sujetos en su mayor parte al riesgo de

quiebra de la empresa, a diferencia de las titularizaciones que aíslan completamente el riesgo del Interesado de los títulos de participación.

Asimismo de titularizaciones pasadas se evidencia un interés del mercado por tener oportunidades de inversión en títulos a largo plazo, ya que por ejemplo los CDs ofrecen buenos rendimientos pero solo pueden pactarse a corto plazo. Ello confirma que una inversión a 10 años sería atractiva para los inversionistas y además teniendo en cuenta que la misma podría negociar en el mercado secundario antes de su vencimiento.

(iii) Índices de prepago.

Del análisis de comportamiento de créditos hipotecarios se observa que este índice es muy bajo principalmente debido a la inflación y a que actualmente la tasa de los créditos hipotecarios está regulada, por lo que no hay interés por parte de los deudores en cancelar estas deudas a largo plazo anticipadamente.

Adicionalmente los contratos de préstamos hipotecarios, bastante estandarizados en ese mercado, no permiten más de dos pagos de interés anticipado al año lo que permite estimar flujos estables de los préstamos para cumplir con las obligaciones de pago de capital e intereses bajo los títulos.

(iv) Perfil del Inversionista.

Los títulos de participación objeto de la presente emisión, estarían principalmente dirigidos a los bancos en su condición de inversionistas, por lo que los títulos podrán cubrir parte de la cartera hipotecaria obligatoria al igual que se permitió en la reciente emisión de cédulas hipotecarias por el BANAHIV en el 2011.

Igualmente los títulos también podrán ser adquiridos por los operadores de valores autorizados, a los fines de ofrecerles una alternativa de financiamiento a largo plazo, ya que estas entidades luego que se les ordenó desincorporar todas sus inversiones en títulos de deuda pública nacional en el año 2011, lo cual equivalía al 90% de sus inversiones (Morles, 2011), quedaron prácticamente condenados al cierre de sus operaciones.

En este aparte es importante destacar que la estructura también propone que los títulos se registren en la Bolsa de Valores, lo que permitirá que los tenedores de los mismos, tanto bancos, como operadores de valores y otros inversionistas, negocien dichos valores antes de su vencimiento, otorgando alta liquidez a los títulos y aumentando el atractivo de los mismos.

XII- CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.

De la revisión de experiencias en otros países, se observó que muchas de las crisis inmobiliarias han sido superadas gracias al desarrollo e institucionalización de la titularización de créditos hipotecarios en esos países. Del presente estudio se concluye que Venezuela no sería la excepción.

A pesar del impacto de la modificación de LISB (2011), que crea limitaciones que no existían bajo la ley derogada del 2001, se evidenció que aun existe un marco legal para realizar una titularización de créditos hipotecarios en Venezuela, una vez que se circunvalan los obstáculos legales presentados por la reciente modificada LISB y que proponen el uso de una estructura en la cual se transfieran los derechos de créditos de una cartera a un Fideicomiso a cambio de un certificado de inversión el cual es posteriormente transferido a una sociedad titularizadora para realizar la emisión.

Asimismo desde el punto de vista financiero, se corroboraron suficientemente las motivaciones económicas tanto del Interesado, al obtener liquidez inmediata para otorgar nuevos créditos hipotecarios e incrementar sus utilidades, como del Fideicomiso, al recibir comisiones por su gestión de administración de cartera, de la Sociedad Titularizadora, al obtener comisiones y ganancias por la emisión de los títulos y del Inversionista, al crearle oportunidades de inversión, todas estas motivaciones indispensables para hacer posible el uso de este tipo de estructuras en el sector de créditos hipotecario.

En vista de lo anterior, se concluye que la titularización de créditos hipotecarios efectivamente contribuiría al aumento de la oferta de créditos hipotecarios en el país lo cual ayudaría a venezolanos de bajos y medianos recursos a obtener créditos de adquisición de vivienda con mayor facilidad

coadyuvando de esta manera con el gobierno en la reactivación de este sector.

No obstante para la institucionalización del modelo sería necesario superar las deficiencias encontradas respecto a la falta de familiarización de los participantes con el modelo de titularización así como también la falta de claridad en la normativa sobre titularización de créditos hipotecarios y la buena disposición del gobierno para desarrollar este tipo de titularizaciones en Venezuela.

A tal efecto, como consecuencia del estudio realizado, se recomienda la promulgación de una normativa que permita el desarrollo de normas que regulen el funcionamiento de las sociedades titularizadoras, una modificación a la LISB que vuelva a permitir que los fideicomisos puedan emitir títulos con cargo a un patrimonio fideicometido, normas que regulen expresamente la no consolidación contable financiera con el VPE que emite los títulos con garantía sobre los activos y la exención de impuestos al VPE y pagos registrales, todo ello para masificar y simplificar esta estructura tan necesaria en estos momentos para el sector bancario e inmobiliario, el cual no cuenta con alternativas suficientes para satisfacer la creciente demanda de créditos hipotecarios para la adquisición de vivienda y que generen a su vez, ganancias para sus distintos participantes (bancos, emisores, colocadores, inversionistas, etc).

XIII. BIBLIOGRAFÍA

Trabajos Especiales de Grado

- 1) Degwitz, L. G. y Pastor, R. F. (2010). *Desarrollo e instrumentación de Titularización de Activos en Venezuela. Una aplicación al caso de la cartera de crédito al consumo de un banco universal en Venezuela.* Trabajo

presentado para la obtención del Magister en Finanzas. Instituto de Estudios Superiores de Administración, Caracas.

- 2) Duport Jaramillo, E. y Viveros Rubiano, S. (2001). *Titularización: Una nueva visión para el Desarrollo del País*. Trabajo de grado para optar al título de abogado. Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, D.C.
- 3) Ponce, M.G. y Spinelli, L. (2008). *Desarrollo e instrumentación de operaciones de titularización de activos en Venezuela*. Una aplicación al caso de la cartera automotriz. Trabajo presentado para la obtención del grado en Master en Finanzas. Instituto de Estudios Superiores de Administración, Caracas.
- 4) Urdaneta Voth, J. A. (1997). *Perspectivas para la Titularización de la cartera de créditos hipotecarios de Venezuela*. Trabajo presentado para la obtención del grado de Master en Administración. Instituto de Superiores de Administración. Caracas.

Boletines Especializados

- 5) Espiñeira Sheldon y Asociados (2008). *Titularización: Mecanismo de Financiamiento*. [Boletín Digital de Finanzas Corporativas y Recuperaciones N° 2 - 2008].

Documentos Electrónicos y Páginas Web

- 6) Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo (ALIDE). (s.f.). *La experiencia de titularización de vivienda en México*. [Página Web en línea]. Disponible: http://www.alide.org.pe/fn_vivienda.asp?P=FIN [Consulta: 2011, Enero 22].
- 7) Carlos Raviglione. (s.f.) *Procesos de Securitización*. [Artículo en línea] Disponible: <http://www.arqhys.com/articulos/securitizacion-procesos.html> [Consulta: 2011, Enero 22].
- 8) García, G. (2010, Septiembre 12). Soluciones al financiamiento de viviendas. *El Universal*. [Periódico en línea]. Disponible: www.eluniversal.com [Consulta: 2011, Enero 22].

- 9) Muci Facchin, G. (2006). Temas de Mercado de Capitales. *Boletín de la Academia de Ciencias Políticas* [Boletín en línea], 144, 155-236. Disponible:http://acienpol.msinfo.info/bases/biblo/texto/boletin/2006/BolACPS_2006_144_155-236.pdf. [Consulta: 2010, Diciembre 15].
- 10)Soft-Line Consultores. (s.f.). *Resumen de metodología de calificación de riesgo de títulos de participación*. [Resumen en línea]. Disponible: <http://www.softlineratings.com/filesup/MetodologiaTitulosDeParticipacion.pdf> [Consulta: 2010, Diciembre 15].
- 11)Superintendencia Financiera de Colombia. (2007, Octubre 18) *Titularizadoras: requisitos para su constitución*. [Página Web en línea] Disponible:<http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/Conceptos2007/2007057783.pdf> [Consulta: 2011, Enero 30].
- 12)Wikipedia (s.f.) *Securitization*. [Enciclopedia en línea] Disponible: <http://en.wikipedia.org/wiki/Securitization> [Consulta: 2011, Enero 22].
- 13)Gráfico Instituto Nacional de Estadística de la República Bolivariana de Venezuela. Tasa promedio de las obligaciones, títulos de participación y papeles comerciales comparativo con tasa de interés pasivas y activas año 2011. Fuente. Superintendencia Nacional de Valores y Banco Central de Venezuela. [Consulta: 2011, Noviembre 25].
- 14)National Law Center for Inter- American Free Trade (2008, Febrero). *El Proceso de Titularización. Oportunidades de Desarrollo Económico para Centro América*. [presentación power point]. Disponible: http://www.slidefinder.net/E/El_Proceso_Titularizacion/Oportunidades_Developmento_Economico_para_Centro_America/1614574. [Consulta: 2011, Enero 22].
- 15)Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (2007, Octubre 30). *La Titulización de Activos en Iberoamérica*. Libro Estudio de La Titulización de Créditos a Pymes en Iberoamerica". Capítulo II. Disponible: http://www.iimv.org/estudio_titulizacion.htm. [Consulta: 2011, Enero 22].
- 16)Lakshman, Alles. (2002, julio-septiembre). *Bursatilización o titularización de activos y financiamiento estructurado en los países de mercado emergente*. [Boletín del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos de la Asociación Regional de Bancos Centrales], (XLVIII), Número 3. Disponible: <http://www.cemla.org/boletin.htm> [Consulta: 2011, Marzo 20, 2011].

- 17)Ruiz Fernández, Belisario (s.f.). *Esquemas de Titularización*. Nacional Financiera Boliviana (NAFIBO) paginas 13-15. Disponible: <http://www.nafibo.com.bo/titularizacion/archivos/marco01.pdf>. [Consulta: 2011, Marzo 20, 2011].
- 18)Presentación (2005): Fernando José de Candia. *Los Efectos Económicos y Financieros de la Titularización en el Mercado de Capitales”* Organizado por la Comisión de Estudios de Postgrado de la Universidad Central de Venezuela. Disponible: www.cnv.gob.ve/presentaciones/presentacionPonencia.pps. [Consulta: 2011, Enero 22].
- 19)Nota de prensa SUDEBAN (18 de enero de 2012): *Morosidad de la banca registra una de las tasas más bajas en los últimos años*. Disponible: www.sudeban.go.ve. [Consulta: 2012, enero 23]

Fuentes de Tipo Legal

- 20)Decreto N° 6.072 (Ley del Régimen Prestacional de Vivienda y Hábitat). (2008, Mayo 14). *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 5.889 (Extraordinario), Julio 31, 2008.
- 21)Ley de Fideicomisos. (Julio 26, 1956). *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 496 (Extraordinario), Agosto 17, 1956.
- 22)Ley Orgánica del Sistema Financiero Nacional. *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 39.447, Junio 16, 2010.
- 23)Ley de Mercado de Valores. *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 39.546, Noviembre 5, 2010.
- 24)Ley de Instituciones del Sector Bancario. *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 6.015 (Extraordinario), Diciembre 28, 2010.
- 25)Resolución N° 179.00 (Normas que regulan las operaciones de fideicomisos). (2000, Mayo 30). *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 36.966, Junio 06, 2000.

- 26) Resolución N° 129-2000 (Normas relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos). (2002, Agosto 21) *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 37.523, Septiembre 09, 2002.
- 27) Resolución N° 050 (Establecimiento del porcentaje mínimo de cartera de crédito hipotecarios bruta anual obligatorio). *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 39.416, Mayo 4, 2010.
- 28) Resolución N° 040 (Normas tasas y contribuciones que deben cancelar las personas sometidas al control de la Superintendencia Nacional de Valores). (2010, Noviembre 25) *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela*, 382.661, Enero 11, 2011.
- 29) Aviso Oficial BCV (2011) publicado en la *Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela* No. 39817 de fecha 9 de diciembre de 2011.
- 30) Código de Comercio de Venezuela, publicado en *Gaceta Oficial* N° 472 Extraordinario, del 17 de octubre de 1955.
- 31) Código Civil de Venezuela publicado en *Gaceta Oficial* N° 2.990 de fecha 26 de julio de 1982.

Textos

- 32) Wood, P.R. (1995) *Title Finance, Derivatives, Securitizations, Set-Off, and Netting*. London: Sweet & Maxwell.
- 33) Morles, Alfredo (2011) *Breve introducción al Estudio de la ley de Instituciones del Sector Bancario*. Libro Análisis y Comentarios a la Ley de Instituciones del Sector Bancario. P. 109- *arreglar formato ABA*.
- 34) Rodríguez Azuero, Sergio (2009) *Contratos Bancarios. Su significación en América Latina*. LEGIS. Sexta Edición 2009.

Entrevistas

- 35) Oviedo, Paula (2011, noviembre). [Entrevista a experto en área de mercado de valores. Alessandra Navarro, Gerencia de Control de Oferta Pública, Superintendencia Nacional de Valores]. Cuestionario escrito.
- 36) Oviedo, Paula (2011, junio). [Entrevista a experto del área bancaria. Ricardo Carbonell]. Grabación en audio.