

El mercado de valores, los instrumentos financieros y el rol del fideicomiso como herramienta versátil y eficaz

Nasly Ustáriz Forero*

RVDM, EE nro. 5, 2026, pp. 555-579

Resumen: El presente estudio analiza la transformación del Derecho mercantil contemporáneo, centrando su enfoque en la transición de los títulos-valores físicos hacia la desmaterialización y el uso de medios electrónicos. También se examina la crisis de los sistemas de codificación tradicionales y la irrupción de nuevos conceptos de la actividad económica en el Derecho mercantil y el sistema venezolano, así como la incidencia del exceso regulatorio y la fragilidad institucional ante una eventual reforma del Código de Comercio. La investigación destaca la relevancia de los mercados financieros y la potencialidad del sector fiduciario como motores de crecimiento económico y prosperidad, al ser alternativas probadas de financiamiento, en especial por la vía de la titularización, figura desterrada del ordenamiento venezolano.

Palabras clave: Títulos-valores, mercado de capitales, desmaterialización, reforma comercial, fideicomiso, titularización, crecimiento económico, exceso regulatorio, fragilidad institucional.

The Securities Market, Financial Instruments, and the Role of the Trust as a Versatile and Effective Tool

Abstract: This study analyzes the transformation of contemporary commercial law, focusing on the transition from physical negotiable instruments toward dematerialization and the use of electronic means. It further examines the crisis of traditional codification systems and the emergence of new economic concepts within commercial law and the Venezuelan legal system, as well as the impact of regulatory overreach and institutional fragility in the face of a potential reform of the Commercial Code. The research highlights the relevance of financial markets and the potential of the Trust sector (“fideicomiso”) as drivers of economic growth and prosperity, presenting them as proven financing alternatives—particularly through securitization, a mechanism that remains largely absent or underdeveloped within the Venezuelan legal framework.

Keywords: Negotiable instruments, securities market, dematerialization, commercial reform, Trust, Securitization, regulatory overreach, Economic growth, Institutional fragility.

* Abogado mención *Cum Laude*, Universidad Católica Andrés Bello. Especialista en Derecho Mercantil, Universidad Central de Venezuela. Doctora en Ciencias mención Derecho, Universidad Central de Venezuela. Real Colegio Complutense, Harvard in cooperation with John M. Olin, Center for Law, Economics and Business Harvard University. IV Harvard Course in Law and Economics, Cambridge, U.S.A. Profesora del Programa Internacional de Fideicomiso. Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN) y del Programa conjunto impartido con la Universidad Metropolitana y la Asociación Bancaria de Venezuela (ABV). Máster en Economía, Universidad Francisco Marroquín/OMMA Business School, Madrid. Directora Legal de 100% Banco, Banco Universal. Presidenta del Comité de Fiduciarios de la Asociación Bancaria de Venezuela. Miembro fundador de la Sociedad Venezolana de Derecho Mercantil (SOVEDEM). ustariznasly@gmail.com.

El mercado de valores, los instrumentos financieros y el rol del fideicomiso como herramienta versátil y eficaz

Nasly Ustáriz Forero*

RVDM, EE nro. 5, 2026, pp. 555-579

SUMARIO:

INTRODUCCIÓN. 1. *La objetividad mercantil y la génesis cartular.* 2. *De la letra de cambio a los títulos desmaterializados: Las nuevas tecnologías y su poder de transformar las relaciones mercantiles.* 3. *El Sistema Financiero en general y el Mercado de Valores en particular como factor de crecimiento económico y desarrollo.* 4. *El Fideicomiso como herramienta del Mercado de Capitales: Conexión a través de la Titularización.*

INTRODUCCIÓN

El estudio que propongo para la presente edición de la revista, contiene un desarrollo un poco más acabado de las ideas expuestas en mi participación en el marco de las VIII Jornadas de la Sociedad Venezolana de Derecho Mercantil (SOVEDEM) tituladas: “Hacia un nuevo Código de Comercio Venezolano”, celebradas en homenaje al Dr. Carlos Eduardo Acedo Sucre.

Me correspondió participar en la Mesa N° 6 bajo el nombre “Títulos valores y medios de pago”, con una aproximación al mercado de valores y también a aquello que se ha denominado “los instrumentos financieros modernos”. De hecho, la idea fue estructurar la Mesa en torno a diversos ejes temáticos, dentro de los cuales se incluye la noción relativa al fomento de la inversión privada y del financiamiento empresarial, mediante títulos desmaterializados. Considero acertado apuntar a que dicho enfoque ha de haber surgido, entre otros fundamentos al estructurar la Mesa, del momento evolutivo en que se encuentran los títulos valores y las amplias

* Abogado mención *Cum Laude*, Universidad Católica Andrés Bello. Especialista en Derecho Mercantil, Universidad Central de Venezuela. Doctora en Ciencias mención Derecho, Universidad Central de Venezuela. Real Colegio Complutense, *Harvard in cooperation with John M. Olin, Center for Law, Economics and Business Harvard University. IV Harvard Course in Law and Economics, Cambridge, U.S.A.* Profesora del Programa Internacional de Fideicomiso. Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN) y del Programa conjunto impartido con la Universidad Metropolitana y la Asociación Bancaria de Venezuela (ABV). Máster en Economía, Universidad Francisco Marroquín/OMMA *Business School*, Madrid. Directora Legal de 100% Banco, Banco Universal. Presidenta del Comité de Fiduciarios de la Asociación Bancaria de Venezuela. Miembro fundador de la Sociedad Venezolana de Derecho Mercantil (SOVEDEM). ustariznasly@gmail.com.

discusiones doctrinales en torno a lo que permanece de su esencia, en tiempos de revolución tecnológica. Con base en esta aproximación se abren las reflexiones del presente estudio.

El ambicioso espectro de los distintos ejes temáticos propuestos para nuestra Mesa también incluía una mención muy concreta al fideicomiso, figura y servicio al cual, en lo personal, le he dedicado muchos años de investigación, de enseñanza en distintos ámbitos académicos y de práctica en el sector bancario. Esta experiencia conjunta me permite atribuir dicha mención expresa a su condición de instrumento de innegable versatilidad; así me serviré de ello con el fin de enfocar mis reflexiones en una concreta modalidad de la fiducia que ha sido prácticamente desterrada del ordenamiento venezolano: su rol en el mercado de valores a través de la titularización.¹

En torno al eje temático escogido y así explicado, espero ordenar mis ideas de forma tal que me permitan establecer una conexión coherente entre varios de los elementos que hemos enumerado previamente. No olvidemos, que, en definitiva, todo ello debe ser articulado dentro del marco de una eventual y recientemente anunciada reforma del Código de Comercio en nuestro país. Mi postura es que dicha tarea, compleja y retadora en especial para el caso de un código como el venezolano que lleva tanto tiempo entre nosotros y que ha sido sometido a los embates de la descodificación y de la proliferación de leyes especiales y otras normativas de rango sublegal, implica un serio replanteo no sólo en el ámbito legislativo, sino también de la doctrina en cuanto a la estructura del sistema mercantil.

Este es un punto de inflexión que no podemos perder de vista: nos movemos en aguas procelosas, por cuanto no es unánime y sería ingenuo pensar que la sola antigüedad de nuestro Código es motivo suficiente para concluir en que su modificación es indiscutible, incluso recomendable. Importantes voces de nuestra doctrina se han levantado desde hace tiempo afirmando que ello constituye una tarea ineludible;² sin olvidar las posturas favorables a la codificación, incluso entendida

¹ Si bien es cierto que no es el esquema fiduciario el único a través del cual se puede llevar a cabo el proceso de titularización, debo coincidir una vez más con el maestro Rodríguez Azuero, para quien sí es el fideicomiso aquel que “mejor se acomoda a las finalidades del proceso” y siempre vinculado en forma más directa con el mercado de capitales, no sólo con la actividad bancaria. Sergio Rodríguez Azuero, *Negocios fiduciarios: Su significación en América Latina*, 1.ª ed. (Bogotá: Legis, 2005), 507.

² Bajo el paraguas de unas Jornadas dedicadas a la posible reforma del Código de Comercio, y en concreto en la materia de títulos valores e instrumentos financieros modernos de la que nos vamos a ocupar, voces muy autorizadas de nuestra especialidad se vienen pronunciando hace tiempo en el sentido de su necesidad. Es el caso de la profesora Nayibe Chacón, para quien: “El rediseño legislativo de los títulos valores o de crédito tal como se encuentran en nuestro Código de Comercio, es a todas luces necesario, hoy más que nunca, dado que las características tradicionalmente esenciales de éstos, entre las que se encuentran la incorporación, la legitimación, la literalidad, y la autonomía, han quedado cada vez más lejos”. Nayibe Chacón, “La necesaria reforma del Código de Comercio venezolano”, *Revista Venezolana de Derecho Mercantil*, n.º 2 (2019): 76-77.

como ideal;³ y todo ello, pese a la crisis del paradigma codificador,⁴ que en nuestra disciplina en concreto siempre ha sido objeto de debate. Cabe aquí citar la frase con la que inicia su estudio sobre el tema, el maestro Morles Hernández: “Si existe algún ejemplo de cuestionamiento permanente de una solución de técnica legislativa, esa es la codificación de la materia mercantil”.⁵

Así que les propongo, tal como lo hice en las Jornadas, un rápido viaje en el tiempo, incorporando algunas de las ideas que pueden dar forma a la retadora tarea propuesta por el activo y disciplinado equipo de avanzada que es el alma y el motor de SOVEDEM. Cada una de las personas que lo integran, con pasión y dedicación forman parte de las iniciativas que mantienen viva la llama del Derecho privado, en concreto de nuestra disciplina comercial, en tiempos en los cuales el Derecho público parece haberse enseñoreado en todos los ámbitos, por lo que no puedo iniciar estas líneas sin antes expresarles mi profundo reconocimiento.

1. La objetividad mercantil y la génesis cartular

Como es sabido, los títulos valores han revestido una importancia tan significativa en la historia de nuestra disciplina mercantil, (desde el mismísimo Código de Napoleón y su notable influencia, donde se les conocía como “efectos o papeles de comercio”, pese a que, en Venezuela, nuestro Código de Comercio los denomina “títulos de crédito”, tal es el caso del ordinal 2º, artículo 2. C. COM.⁶) que, tanto en nuestro país como en muchos otros de la órbita del Derecho continental, estos se consideran **actos de comercio objetivos**; es decir que el solo hecho de pertenecer a esta categoría, ya daba paso al espinoso tema de la comercialidad, dejando de lado,

³ En este sentido, la profesora Chang ha afirmado lo siguiente: “Compartimos que, aunque la codificación es ideal, la descodificación por su parte es producto de la inestabilidad esencial e inmediata de esta disciplina, como bien lo indica Morles Hernández”. Kimlen Chang de Negrón, “La irrupción del concepto de actividad económica en el sistema de Derecho mercantil venezolano de nuestro tiempo”, *Revista Venezolana de Derecho Mercantil*, n.º 2 (2019): 18.

⁴ Nos enseña Morles que la idea fundamental, entre otros postulados, detrás de la codificación ha representado todo un *fenómeno cultural*, en el que confluyeron el Idealismo de la Ilustración, propiciando la ordenación jurídica emanada de la razón, con la construcción del Estado de Derecho y su separación de poderes. No obstante, incluso la idea tan aceptada de la unidad como atributo, ha sido desbordada, “por el proceso de sanción de leyes especiales, el vaciamiento del código y el envejecimiento del texto central, eje del sistema”. Alfredo Morles Hernández, “La codificación o decodificación del Código de Comercio y el proyecto de Ley de Navegación y Comercio por Agua”, *Revista de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas (UCV)*, n.º 72 (1989), consultado el 20 de enero de 2025, http://www.ulpiano.org.ve/revistas/bases/articulo/texto/RDUCV/72/rucv_1989_72_223-231.pdf.

⁵ Nuestro recordado maestro Morles, entre sus muchas ocupaciones y responsabilidades a lo largo de su dilatada carrera académica, ocupaba para aquel momento, año 1989, la presidencia de la Comisión de Reforma del Código de Comercio venezolano. Morles Hernández, “La codificación o decodificación del Código de Comercio...”.

⁶ En este sentido, la profesora Chacón nos enseña que “el título valor no se encuentra definido en nuestro Código de Comercio”, por lo que ello se ha traducido en “un problema en la terminología aplicada para distinguirlo, ya que el código comercial venezolano se refiere, siguiendo la teoría italiana, a “título de crédito”, aunque la doctrina lo llama “título valor” o “título negociable”. Nayibe Chacón Gómez, “La perspectiva electrónica de los títulos valores: desmaterialización del título valor”, *Revista Derecho y Tecnología*, n.º 10 (2008-09): 133-155.

en esta oportunidad, discusiones subjetivistas. Esto es especialmente evidente, con institutos como la letra de cambio (ordinal 13°, artículo 2. C. COM), a la cual muchos consideran pionera en el quehacer de los comerciantes.

Es que la letra de cambio imprime de “mercantilidad” todo lo que toca, con independencia del sujeto que la origine. Este carácter expansivo a la vez que *objetivo*, al igual que ocurre con algunos otros de los actos contenidos en el artículo 2 del Código, obedece en concreto a una evolución propia del derecho comercial, entendido como categoría histórica, según ha propuesto Ascarelli. Esta premisa es la que ha permitido afirmar, durante años a la doctrina que “el Derecho mercantil es un derecho mutable desde su génesis, consecuencia además de los cambios que constante y ágilmente se producen en el objeto de su regulación, es decir, el ámbito de las relaciones de comercio, actividad económica o mercado”⁷.

Simplemente me permito recordar aquí que ciertas operaciones y actividades propias de los mercaderes, y surgidas de sus particulares necesidades -la propia letra de cambio es un buen ejemplo de ello-⁸, ese *estatuto propio* al que suele aludirse, se volvió tan funcional, que su uso y aplicación excedió del ámbito profesional en el que se crearon aquellas reglas, para extenderse al campo civil; eso sí, sin perder la especialidad que sigue justificando que aún exista la distinción entre ambas materias. Nos parecen explicativas a este respecto las palabras del profesor Ruiz de Velazco, quien sostiene que:

A mayor abundamiento, si el Derecho mercantil tiene alguna razón de ser, ésta estriba en que, al realizarse muchos actos iguales en un breve espacio de tiempo, es necesaria una regulación específica, distinta de la formalista, rígida y, por tanto, lenta exigida por el Derecho Civil⁹ (sic).

Así, la letra de cambio -que se volvió prácticamente, el *papel moneda de los comerciantes*, según afirma Gaitán Martínez-¹⁰ y los demás títulos creados y usados

⁷ Chang de Negrón, “La irrupción del concepto...”, 17.

⁸ Como sostengo en mi trabajo de tesis doctoral, pese a la evidencia arqueológica de utilización temprana de documentos e institutos mercantiles desde la remota Antigüedad, la letra de cambio realmente floreció en la Edad Media y a partir de ahí, en buena medida con la finalidad de agilizar el tráfico entre ciudades muy distantes, lo que les exigía a los mercaderes largos desplazamientos; todo ello sin contar con los problemas del cambio trayecticio y los riesgos que implicaba, en especial cuando no les quedaba más alternativa que transportar especies monetarias que les habilitaran para los intercambios comerciales.

⁹ Adolfo Ruiz de Velazco y del Valle, *Manual de Derecho mercantil* (Madrid: Universidad Pontificia Comillas, 2007), 6.

¹⁰ Así lo califica el profesor colombiano Gaitán Martínez, quien además nos explica que la letra “sirvió primero para instrumentar el contrato de cambio trayecticio, gracias al cual se podía confiar a los cambistas (comerciantes ubicados en la puerta de las ciudades y dedicados a hacer el trueque de las distintas monedas de curso obligatorio) la custodia de las especies en el sitio de origen, contra la promesa de devolver una cantidad equivalente en el destino, a través de corresponsables en dicha plaza que se encargaban de cumplir lo así comprometido, primero como nuncios o delegados de los primeros y luego como verdaderos obligados a título personal”. (sic). José Alberto Gaitán Martínez, “Títulos-valores: De la preponderancia al desuso”, en *Derecho comercial: Cuestiones fundamentales*, ed. Juan Pablo Cárdenas Mejía, Juan Jacobo Calderón Villegas y Yira López Castro, 1.ª ed. (Bogotá: Universidad del Rosario / Legis, 2016), 242.

por esos mercaderes,¹¹ se valieron todos de las virtudes de aquella letra, trascendieron del gremio y se llegaron a popularizar entre los que no lo integraban.

No puede negarse que, luego de su trayectoria de consolidación, que hemos apenas atisbado en este rápido recuento, y, en concreto, a través de las bolsas y el mercado secundario, los títulos-valores vivieron una auténtica “era dorada”. Es claro que la **vocación circulatoria** que los caracteriza les daba enormes ventajas frente a otras modalidades de documentos;¹² y ha sido en el marco del mercado de valores y las bolsas “que esa transferencia cambiaria se hacía realidad, como respuesta al interés de los ahorradores de liquidar anticipadamente sus inversiones mediante su negociación en el mercado secundario”.¹³

Esa historia de triunfos deslumbrantes suele resumirse con una cita extensa del renombrado maestro romano, Ascarelli, que los profesores de derecho comercial solemos citar o parafrasear, y según la cual la *mayor contribución* del Derecho mercantil a la evolución de la economía moderna se la debemos, justamente, a los *títulos de crédito*, en los siguientes términos:

“...Si nos preguntasen cuál es la contribución del derecho comercial en la formación de la economía moderna, tal vez no podríamos apuntar otra que haya influido más típicamente en esa economía, que la institución de los títulos de crédito. La vida económica moderna sería incomprensible sin la densa red de títulos de crédito; a las invenciones técnicas habrían faltado medios jurídicos para su realización social adecuada; las relaciones comerciales tomarían necesariamente otro aspecto.”¹⁴

Por su parte, Vivante, quien fuera maestro de Ascarelli y su predecesor en la cátedra romana de Derecho mercantil, vista la innegable influencia que tuvo en el pensamiento de su discípulo, también alude a la importancia de los títulos-valores, según nos enseña Morles Hernández, cuando afirma:

¹¹ En diferentes trabajos publicados, y, en concreto, en mi tesis doctoral defendida y aprobada en el año 2025, expongo y defiendo la teoría del surgimiento evolutivo de muchas instituciones del tráfico mercantil, entre ellas, la Letra de Cambio.

¹² Mediante los títulos-valores se generó toda una nueva fórmula de tradición mucho más segura y eficaz que la tradicional cesión de créditos, lo que fue propicio para superar los problemas y vicisitudes que la solución civilista acarrea. Se logró así imponer, en palabras del mismo Gaitán Martínez, “una fórmula de transferencia de riqueza que permitía que el deudor se obligara, no frente a un acreedor singularizado, concreto y determinado, como sucedía en el régimen civil clásico, que incluso repudió la transferencia de los derechos y sólo la admitió con las complejidades que comporta la referida cesión [cesión de créditos], sino frente a un acreedor indeterminado, desconocido, en virtud de la vocación circulatoria de los títulos-valores, que pueden pasar de mano en mano sin la intervención, e, incluso, sin el conocimiento del deudor”. Gaitán Martínez, “Títulos-valores...”, 242-243.

¹³ Ibid., 249.

¹⁴ Tullio Ascarelli, *Teoría general de los títulos de crédito*, trad. Rene Cacheaux Sanabria (México: Editorial JUS, 1947), 4-5.

Los títulos de crédito, a los cuales dan origen los negocios, constituyen una masa superpuesta a las cosas; una masa que circula con leyes propias sobre el inmenso cúmulo de cosas muebles e inmuebles, que forman la riqueza social.¹⁵

Pero, pese a las innegables virtudes que hemos resaltado, no nos queda más que reafirmar, lo que suele enseñarse en las cátedras de Derecho mercantil: que los títulos valores fueron *víctimas de su propio éxito*. Es aquí donde cobran sentido las enseñanzas de Broseta Pont, que justamente aludía a que “El éxito de los títulos valores ha causado su crisis”, pues aunque permitieron el tráfico comercial a gran escala, y han poblado el mundo de los negocios, especialmente el financiero y bancario, de millones de títulos (acciones, obligaciones, letras de cambio, cheques, pagarés, bonos, etc.), por otro lado han conducido a la crisis de la “masificación documental” que ha llegado a imponer al tráfico de tales títulos valores una verdadera servidumbre documental.¹⁶

2. De la Letra de Cambio a los Títulos Desmaterializados: Las Nuevas Tecnologías y su poder de transformar las Relaciones Mercantiles

La solución que representaron los títulos-valores, en especial la letra, para los comerciantes medievales con el fin de evitar el tráfico de monedas entre distintas ciudades, se convirtió a su vez, en fuente de numerosos problemas, agudizados por los avances tecnológicos, que, por otra parte, habían surgido con el fin de ofrecer una salida a esta crisis. Ese quiebre, que según algunos sectores de la doctrina podría haberse superado “con el empleo de la informática”, según afirma Chacón, y que podría haber derivado “en la desaparición de las características fundamentales de los títulos valores a través de la llamada desmaterialización de los títulos valores”;¹⁷ ha llevado a otros estudiosos pensar, más bien en que, pese a la desmaterialización, los títulos-valores han entrado en *franco desuso*.¹⁸

Para nosotros, lo cierto es que, aunque la desmaterialización de los títulos-valores constituye sin duda, un hito, que incluso hace casi imposible pensar, hoy en día, en la negociación de títulos en forma física,¹⁹ dado que todo el mercado de

¹⁵ Alfredo Morles Hernández, *Curso de Derecho mercantil. Tomo III: Títulos valores*, 5.ª ed. (Caracas: Universidad Católica Andrés Bello, 2000), 1585-1586.

¹⁶ Manuel Broseta Pont, *Manual de Derecho mercantil*, 10.ª ed. (Madrid: Editorial Tecnos, 2000), 631.

¹⁷ Chacón Gómez, “La perspectiva electrónica...”, 141.

¹⁸ Gaitán repasando la realidad colombiana, llega a concluir que: “A pesar de este remedio legislativo los títulos-valores no recuperaron su protagonismo y entraron en una **etapa de franco desuso**, al cual contribuyó la tecnología, ...”. Gaitán Martínez, “Títulos-valores...”, 246.

¹⁹ En relación con la evolución de las operaciones bursátiles, ligada a los desarrollos tecnológicos, el profesor Gaitán ilustra el fenómeno y reproduce unos párrafos de un artículo de la Revista colombiana *Semana*, en el que se afirma lo siguiente:

valores, con sus emisiones en masa, gira en torno a aquel concepto que pasa por la anotación en cuenta y la custodia de los títulos electrónicos, son precisamente esos avances, -imposibles de prever o abarcar para nuestro Código del 55- los que nos enfrentan al tema de reforma legislativa que nos ocupa.

La desmaterialización no puede verse sólo como la supresión físico-material de los títulos, aunque subsistan los derechos de cada uno de los titulares en la memoria de un ordenador electrónico, como advierte Mario Segura al describir el fenómeno,²⁰ pues el reemplazo de un objeto físico, que normalmente se da en fases -o si se quiere en "capas", como apuntaba Monsalve en su exposición en nuestras Jornadas²¹- va de un registro contable, que bien podría imprimirse, pasando una vez más al papel, o mantenerse en el soporte electrónico.

Y es en este punto, donde propongo el primer cuestionamiento que me ha estado rondando en la mente desde que fui invitada a las VIII Jornadas de SOVEDEM, mencionadas en la introducción de estas notas, y que ha estado presente en todo el proceso de reflexión requerido para este artículo: me refiero a la pertinencia de pensar en la modificación del Código, sólo por un mero afán modernizador, cuando sabemos que el Derecho siempre va a la saga de la realidad, y más si se trata de la realidad tecnológica, en cuyo caso el desfase se vuelve más evidente.²²

El punto es que las nuevas tecnologías han transformado la forma de relacionarse en el ámbito mercantil, realidad que también ha alcanzado a los títulos valores ahora desmaterializados y a los medios de pago digitalizados. Aun cuando podamos resumir, quizá, la característica esencial de estos avances informáticos en la transmisión de datos, no olvidemos que para el caso de los títulos valores, lo relevante es el traspaso de los derechos que antes incorporaba el título, es decir el papel; y en el supuesto de los medios de pago, lo relevante es la transmisión de valor, como apunta la profesora Claudia Madrid, es decir, lograr el cumplimiento de la obligación de pagar.

"Pocas actividades económicas se han transformado tan profundamente, en las últimas tres décadas, como la bursátil. Los cambios ocurridos son tan hondos que pareciera que pasó un siglo. Pero no. Han transcurrido menos de 20 años desde que la rueda de viva voz desapareció para darles paso a las transacciones electrónicas... Muchos ni siquiera recuerdan, -otros ni saben- que los títulos valores eran físicos...". Ibid., 246.

²⁰ Mario Segura Quiroz, "Desmaterialización de los títulos valores", *Revista del Instituto Argentino de Mercado de Capitales* 2, n.º 8 (septiembre-diciembre 1987): 65.

²¹ El profesor Wilfredo Monsalve intervino en nuestras Jornadas con una exposición denominada: "Desmaterialización de títulos valores en Venezuela: una visión de equivalencia funcional".

²² La profesora Chacón alude a este proceso de auge y caída, cuando da cuenta de los orígenes y el concepto de la desmaterialización de los títulos valores. Chacón Gómez, "La perspectiva electrónica...", 142-148.

Lo que sigue siendo indispensable es que se produzca la circulación de los derechos incorporados en el título, aquello que Madrid aludía en su intervención en las Jornadas, como la *importancia del valor*; es decir, que determinar cómo se traslada el valor desde el patrimonio del deudor al del acreedor se convierte en un problema de arquitectura del sistema y no un simple capítulo instrumental.

Así que, al hablar de medios de pago en concreto, como nos sigue enseñando Madrid, no nos encontramos ante un asunto accesorio sino justamente ante un componente estructural del tráfico mercantil, porque las obligaciones pecuniarias constituyen el soporte transversal de la mayoría de las relaciones contractuales comerciales.²³ En realidad, si revisamos nuestro Código, es evidente que sus normas se concentran en la figura del título valor, como vehículo de transmisión de riqueza²⁴, más que en el medio de pago como categoría funcional. Consideremos, como sostiene la profesora Madrid que: “al realizarse un pago, se produce la culminación del proceso de desmaterialización del dinero y su transformación en anotaciones contables, anotaciones que, en el mundo electrónico, son representadas por bits”.²⁵

Son estas realidades las que debemos considerar a la hora de una eventual reforma del Código que debería producirse, necesariamente, en un marco de seguridad jurídica e institucional del que hoy en día carecemos. En el mercado de valores actual, por ejemplo, la custodia, transferencia y circulación de derechos o del “valor” se organizan alrededor de registros y sistemas electrónicos, y esa realidad no es meramente técnica: transforma la forma misma de entender la transmisión de derechos que antes se consideraban “incorporados” al papel. Es eso que Chacón describió como que estaríamos ante “la transformación de la teoría clásica de los títulos valores, a una teoría “electrónica” o “digital” de los instrumentos cambiarios”.²⁶

²³ La profesora Madrid, en su acucioso trabajo sobre medios de pago, parte de la idea de que generalmente se define a los medios de pago “por oposición al dinero en efectivo”, de tal manera que “medio de pago sería el sustituto del dinero en efectivo que se utiliza para el cumplimiento de una obligación pecuniaria”. Claudia Madrid Martínez, *Medios electrónicos de pago en el comercio internacional* (Caracas: Revista Venezolana de Legislación y Jurisprudencia, C.A., 2018): 37.

²⁴ En este sentido la doctrina española también ha ratificado la relevancia del rol de los títulos valores en la transferencia de riqueza, y se ha llegado a afirmar que los títulos cumplen, principalmente “la función también común de servir a la mejor circulación de los bienes constituyendo por ello un instrumento del tráfico mercantil que corre pareja importancia con el contrato”. Mariano Carbajales, *La regulación del mercado financiero: Hacia la autorregulación del mercado de valores* (Madrid-Barcelona: Fundación de Estudios Financieros / Marcial Pons, 2006): 55.

²⁵ Claudia Madrid Martínez, “Contratación comercial internacional y medios electrónicos de pago”, en *El Derecho mercantil en el entorno digital: Nuevas tendencias y regulaciones jurídicas*, dir. Mariliana Rico Carrillo (Montevideo: Thomson Reuters / La Ley, 2024): 210.

²⁶ Chacón Gómez, “La perspectiva electrónica...”, 134.

Vemos entonces que, así como la letra de cambio y demás títulos valores fueron pioneros en el Siglo XIX en la transmisión de derechos, de “valor”, y llegaron a fungir, incluso, como mencionamos, como *el dinero de los comerciantes*, **los títulos desmaterializados** son sus herederos funcionales, esos que permiten el financiamiento empresarial masivo que el mercado de valores venezolano requiere hoy.

Por su parte, el innegable avance del comercio electrónico también ha sido un factor que ha favorecido el proceso de desmaterialización de los títulos valores, ya que, como hemos afirmado, todo el mercado de valores gira hoy en torno a la noción de desmaterialización.²⁷ Esta realidad se erige como uno de los núcleos argumentales que da soporte a que hoy nos encontremos reflexionando sobre la reforma del Código, ante el desfase significativo entre su texto y la realidad económica y tecnológica actuales. Pero, insisto, debemos proceder con la cautela que requieren procesos así de delicados y relevantes, pues el Código de Comercio, podría decirse que es el baluarte que queda en pie en el ordenamiento venezolano, que aún sigue conformado por normas fundamentalmente dispositivas, no imperativas.²⁸

Es obvio que si hemos afirmado que el Derecho, por su propia naturaleza tiene un desfase con la realidad, en especial con la regida por la tecnología, por un lado; y por el otro, se sigue considerando, como decía Broseta Pont que “la codificación acomodada a las circunstancias y a las exigencias de cada día, es un bien en sí misma”.²⁹ Siendo así, el proceso de revisión legislativa de ese cuerpo orgánico de reglas que se ha ido “vaciando” como sentenciaba Morles, si de recodificación hablamos, debería justo apuntar a objetivos de técnica legislativa superiores,³⁰ que privilegien la atención de principios y reglas de convivencia y libertad entre los diversos agentes y dote de pautas certeras la materia comercial. Hablamos aquí de directrices generales apropiadas para facilitar las interacciones e intercambios en un ambiente de seguridad, en un entorno favorable a la libertad de las personas, que es donde florecen la prosperidad y el desarrollo.

²⁷ Algunos estudiosos van más allá y postulan incluso que “Al proceso de «desmaterialización» de los valores debemos agregar el de la «desintermediación», impulsada al igual que en el primer caso, por los avances tecnológicos y la globalización de los mercados financieros”. Carbajales, *La regulación del mercado financiero...*, 56.

²⁸ Respecto de la conveniencia de un código comercial con un elenco relevante de normas dispositivas, cfr. Andrea Rondón García, *Liberalismo, cultura, propiedad y derecho* (Madrid: Unión Editorial, 2025), 188-189.

²⁹ Broseta Pont citado en Morles Hernández, “La codificación o decodificación del Código de Comercio...”.

³⁰ Este punto lo considero crucial, pues como apunta Morles, al examinar los obstáculos propios de la codificación, y siguiendo a Dany Cohen, se ha enfatizado en la condición de instrumento de política económica del Derecho mercantil, visto desde las potestades del estado, que suelen ser sumamente amplias, incluso desbordadas. Morles Hernández. “La Codificación o Decodificación del Código de Comercio y ...”; Ibid.

En suma, al emprender la posible reforma del Código de Comercio, debemos evitar caer en lo que Hayek denominó la *fatal arrogancia* del legislador: la creencia de que se puede diseñar el orden social o, en nuestro caso el mercantil, por parte del regulador, en especial en un país en el que la separación de poderes es ilusoria. Como bien apunta el maestro austriaco: “El derecho no solo es anterior a la legislación, sino que ésta solo puede ser eficaz si se ajusta a un marco de reglas de conducta cuya existencia no depende de la voluntad de nadie”.³¹

Las ansiadas unidad y certeza que ofrecería la codificación *como ideal*, han de mantenerse fieles a los principios de autonomía de la voluntad de las partes, naturaleza racional y cierta vocación de perdurabilidad en un mundo cada vez más incierto³², porque son ellos los que dan su perfil propio al estatuto comercial, nuestra materia especial dentro del Derecho privado, y, por último, los que justificarían pensar en la recodificación.

Un código cuidadosamente revisado que, sin dar la espalda a todo el desarrollo e innovación conseguidos por la humanidad y por nuestra ciencia, verdaderamente tome en cuenta la realidad del tráfico mercantil y sirva a modo de dique ante el constante asalto de un estado hipertrofiado siempre dispuesto a emprender en contra de las iniciativas y la autonomía privadas. Una forma de conseguir estos objetivos, en mi criterio, sigue siendo mantener la aplicación preferente de las normas dispositivas en el Derecho mercantil.

3. El Sistema Financiero en general y el Mercado de Valores en particular como factor de crecimiento económico y desarrollo

El segundo aspecto que me ha inquietado desde que se nos propuso reflexionar sobre la eventual reforma del Código de Comercio, es que si la reforma ha de apuntar a recoger los avances y las bondades de un mercado de valores más desarrollado,³³ sobre la base de los avances tecnológicos experimentados, y con la desmaterialización

³¹ Friedrich von Hayek, *Derecho, legislación y libertad*. Vol. I: Normas y orden (Madrid: Unión Editorial, 2014), 117.

³² Como sentenciaba Morles en su citado artículo, al hablar de las ventajas y desventajas de la codificación: “la inestabilidad inherente a la materia mercantil, conspira contra el ideal de permanencia”. Morles Hernández, “La codificación o decodificación del Código de Comercio...”.

³³ Estimo conveniente resumir aquí, porque nos serán de utilidad para el desarrollo posterior, las funciones primordiales que cumple un mercado de valores, siguiendo una vez más, las enseñanzas de Morles, así: i) canalizar el ahorro hacia la inversión, conectando a las personas con capacidad de ahorro y los agentes con necesidad de financiamiento; ii) la transformación de plazos de ahorro e inversión; iii) facilitar la liquidez de los títulos negociados; iv) contribuir a la fijación de precios de emisión de nuevos activos emitidos; v) alcanzar un alto nivel de eficiencia económica del ahorro y la inversión y vi) facilitar la valoración de las empresas, mediante un análisis de gestión empresarial y un estudio comparativo con otras compañías. Cfr. Alfredo Morles Hernández, *Régimen legal del mercado de capitales* (Caracas: Universidad Católica Andrés Bello, 2006): 20.

como postulado indiscutible, **Venezuela enfrenta una doble debilidad estructural** que la pone en una posición esencialmente desventajosa para acometer el reto que ello entraña.

En efecto, la primera de esas circunstancias adversas consiste en que nuestro país no cuenta con un mercado de valores saludable ni con un mínimo de profundidad y desarrollo, antes bien, el mercado parece haberse ido desmantelando. Así lo muestran diversas normativas siempre restrictivas cuando no prohibitivas, a las que haremos puntual mención. Dichas limitaciones, en todo caso, y más allá de la hostilidad hacia los mercados en Venezuela, no se refieren a un fenómeno exclusivo del ámbito nacional. Es una realidad que ha sido expuesta por diferentes autores dentro de la literatura tanto jurídica como económica,³⁴ indicando cosas del siguiente tenor: “los datos empíricos muestran que Latinoamérica presenta mercados de capitales sumamente débiles y concentrados”³⁵

En este sentido, revisemos brevemente el caso de Colombia, otra economía latinoamericana *joven y limitada*, según el aserto de los autores Lezama, Laverde y Gómez³⁶. Dichos estudiosos luego de plantearse una “investigación [que] pretende comprobar la influencia que tiene el mercado bursátil en el crecimiento de la economía colombiana”; realizan “una revisión de la literatura económica creando un marco teórico sobre la investigación de los mercados de valores en el crecimiento económico”, y “teniendo en cuenta las particularidades de ese país”³⁷. Ellos han concluido que el mercado financiero, y, en concreto, el mercado de valores se encuentra profundamente influenciado por las condiciones de cada país, sus anclajes constitucionales y el marco de políticas públicas.

Para profundizar un poco más en estas ideas, acudimos a la investigación dirigida por Acemoglu y Robinson quienes se han distinguido por sus estudios de lo que lleva a las naciones a la prosperidad o no, y han sostenido que los países tienen desempeño muy diverso, según las diferentes instituciones imperantes, las reglas que rigen para la economía y los distintos incentivos que guían a las personas en sus decisiones.³⁸ En concreto, los hallazgos del profesor turco de Instituto Tecnológico

³⁴ En cuanto al análisis del caso venezolano, seguiremos de cerca en este capítulo de nuestro trabajo al autor Andrés Felipe Guevara Basurto, “El mercado de valores como alternativa para el crecimiento y desarrollo”, *Revista Venezolana de Derecho Mercantil (RVDM)*, n.º 5 (2020): 307-326.

³⁵ Ramiro Salvochea citado por Guevara Basurto, “El mercado de valores...”, *Ibid.* 314.

³⁶ Juan Carlos Lezama Palomino, Miguel Ángel Laverde Sarmiento y Carlos Arturo Gómez Restrepo, “El mercado de valores y su influencia en la economía: Estudio del caso colombiano 2001-2013”, *Revista Internacional Administración & Finanzas* 10, n.º 2 (2017): 29-39.

³⁷ *Ibid.*, 30.

³⁸ Daron Acemoglu y James Robinson, *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty* (Londres: Profile Books, 2012), 74-75.

de Massachusetts (MIT por sus siglas en inglés), y Nobel de economía, Daron Acemoglu le han permitido concluir que “La clave de la prosperidad se encuentra en las instituciones, no en la cultura ni en la geografía.”³⁹

Pasando a la segunda de las desventajas de Venezuela, a diferencia de la anterior, esta sí es muy particular y propia, y la encontramos en el hecho de que nuestro país se halla en un momento de su historia de altísima fragilidad institucional: en efecto, no estamos en la circunstancia más idónea en cuanto a la claridad, certeza y fortaleza de nuestras instituciones. Antes bien, como advierte Morles Hernández nos encontramos desde hace un tiempo, ante un *nuevo modelo regulatorio* que rige ahora para todo el sistema financiero. Ese marco regulatorio sitúa al país y a todo el sistema en un **contexto económico de transición** al socialismo. Así lo describe nuestro maestro:

Para poder entender la nueva arquitectura legal que ha sido diseñada para regular la actividad financiera, es necesario partir del hecho de que el legislador considera que el país atraviesa una situación de transición desde la economía capitalista hacia la economía colectiva del socialismo del siglo XXI⁴⁰.

Partiendo de la afirmación precedente y valiéndose de abundantes referencias a las leyes, así como de argumentos esgrimidos por el propio chavismo, Morles Hernández repasa las fuentes de esa afirmación, incluyendo los propósitos enunciados en la Exposición de Motivos de la Ley Habilitante de 2007. En este texto se reiteraba claramente el fin de adaptar la legislación existente a la construcción de un nuevo modelo económico y social, todo ello pese al rechazo ciudadano al proyecto de reforma constitucional del mismo año⁴¹.

El cambio que así está operando en el nuevo modelo de regulación financiera tiene entre otras consecuencias, la gravísima violación del principio de legalidad, especialmente para el sector privado, cuyo postulado básico consiste en que les está permitida a sus actores cualquier actuación que no esté prohibida por la Ley; mientras que, cada vez de forma más insistente, los órganos de supervisión consideran que los

³⁹ “Entrevista Daron Acemoglu”, Truman Factor, 2012, <https://trumanfactor.com/2012/entrevista-daron-acemoglu-8915.html>.

⁴⁰ Alfredo Morles Hernández, *La Banca en el marco de la transición de sistemas económicos*, (Caracas: Universidad Católica Andrés Bello – Universidad Monteávila, segunda edición corregida y aumentada con colaboraciones, 2016), 29.

⁴¹ Del hecho de que los poderes públicos declaren de forma tan expresa y manifiesta su adhesión a los postulados del socialismo del siglo XXI da clara y abundante cuenta la doctrina nacional. Esa voluntad quedó patentizada en el Proyecto de Reforma Constitucional consignado ante la Asamblea Nacional; y pese a su rechazo en referéndum realizado el 2 de diciembre de 2007, la evidencia se confirma con la contumaz emisión posterior de diversos instrumentos legislativos con clara tendencia a la implantación de un sistema socialista, entre los cuales se encuentran las leyes del poder popular, de la contraloría social y del sistema económico comunal. Dicha tensión se refleja claramente en toda esa normativa. Al respecto, cfr. Claudia Nikken. “Aspectos generales de la determinación de costos y precios justos”. *Ley de Costos y Precios Justos*. Coordinación: Claudia Nikken, (Caracas: 2012, 97-142, especialmente, 100).

operadores económicos solo pueden ejecutar aquellas operaciones que estén previstas expresamente en la Ley.

El profesor Morles Hernández destaca este aspecto, conjuntamente con la acentuación del signo intervencionista de los órganos supervisores y de control, como las dos características primordiales de la *nueva legislación del sector financiero*, y se refiere a ello como un cambio radical, aunque no en lo conceptual sino práctico, para señalar que: "Ahora, conforme a las nuevas leyes, los agentes económicos únicamente pueden realizar los actos que la ley autorice"⁴². Todo ello le permite concluir en este punto, con sobrado apoyo doctrinario, lo siguiente: "En resumen, se puede afirmar que la legislación del sistema financiero nacional se ubica en el terreno de la funcionalización social e ideológica de la actividad económica"⁴³.

Vemos así que en Venezuela nos encontramos transitando, más que un cambio de paradigma, un proceso de profunda transformación -me atrevería a calificarlo de desmantelamiento- de muchas de nuestras instituciones, generado, entre otros factores, por esa transición de sistemas económicos apuntada.

Entonces, si consideremos que el sistema financiero en general y el sector de mercado de valores en particular constituyen un pivote para el crecimiento económico de un país⁴⁴, y a partir de allí partimos de la premisa de que el sector financiero tiene un efecto mayormente benéfico en la economía⁴⁵, conviene entender de qué mercado estamos hablando cuando nos referimos al mercado de valores. También a fin de entender que sería lo que, en mi criterio, estamos desmantelando.

Para ello, continuaremos con las enseñanzas de nuestro maestro Morles Hernández, para quien dicho mercado, que **forma parte del mercado de crédito**, y así:

estaría constituido por la oferta y demanda global de recursos para la inversión se divide en **mercado de dinero** (corto plazo) y **mercado de capitales** (largo plazo), señalándose como hecho característico que los fondos a corto plazo normalmente se utilizan como capital circulante, en tanto los de largo plazo se destinan a la adquisición de bienes de capital fijo.⁴⁶

⁴² Alfredo Morles Hernández. *La Banca...*, 32.

⁴³ *Ibid.*, 33.

⁴⁴ Es una afirmación extendida y poco controvertida (aunque autores como Robert Lucas o Merton Miller difieren de esta afirmación) que los mercados financieros son vitales para el crecimiento de las economías, y que un alto grado de inclusión en estos refleja estados de economías avanzadas. También que la inclusión financiera **es un elemento facilitador clave para reducir la pobreza y promover la prosperidad**. Grupo Banco Mundial, "Inclusión financiera: Panorama general", última actualización el 29 de marzo de 2022, <https://www.bancomundial.org/es/topic/financialinclusion/overview>.

⁴⁵ Aunque, como dijimos "supra" en la nota precedente, haya autores como Miller que han llegado a aseverar que la idea de que los mercados financieros contribuyen al crecimiento económico es una afirmación *demasiado obvia* para una discusión seria. Así lo recogen Lezama, Laverde y Gómez en el estudio sobre el caso colombiano arriba citado.

⁴⁶ Morles Hernández, *Régimen legal del mercado de capitales*, 20.

Podemos ver, a partir de la descripción precedente, que, aunque el mercado de valores no tiene por objeto el dinero en sí mismo, sí va desempeñar “un rol vital en la colocación y reasignación del capital, proporcionando una base para la continua reestructuración de la economía.”⁴⁷, como indica Guevara. Sostiene además el autor venezolano, siguiendo a Duisenberg⁴⁸, que, en los países con un sistema financiero altamente desarrollado, el mayor porcentaje de la inversión se destina a sectores de crecimiento relativamente rápido, como sería el caso de industrias con avances tecnológicos continuos y poco consenso en cuanto al régimen interno de administración. En suma, que el mercado de valores “juega un rol vital en la colocación y reasignación del capital”⁴⁹. Todo lo cual le permite a Guevara concluir que:

efectivamente el mercado de valores se encuentra sometido a un proceso de constante evolución y transformación, **estrechamente ligado al estadio institucional y regulatorio en el que se encuentre una determinada jurisdicción**. De este modo se puede constatar que sí existe una ilación entre la definición conceptual de lo que es el mercado de valores, sus directrices y tendencias actuales, y, por supuesto el establecimiento de condiciones proclives para el desarrollo institucional y el crecimiento económico de un país.”⁵⁰ (Destacado agregado)

En un entorno de transición como nos mostraba Morles Hernández, y de alta fragilidad de las instituciones, entiendo que debe procederse con sumo cuidado antes de proceder a la reforma del Código de Comercio, dado que su texto, en el marco descrito, se erige como un contrapeso que permanece en pie en el ordenamiento venezolano. Al ser un texto conformado por normas fundamentalmente dispositivas. Es este tipo de normas las pueden actuar como una suerte de factor de equilibrio que pudiera esgrimirse ante la violación del principio de legalidad para el sector privado que apuntaba el maestro venezolano.

Finalmente, hay una idea adicional con la que debemos cerrar este punto: si la importancia del mercado de valores se “potencia”, o como dice Guevara: “La importancia del mercado de valores cobra relevancia especialmente cuando este mercado se conjuga con el sistema bancario”, y siendo la banca, en general, *la principal fuente de financiamiento de las economías emergentes*, debemos entender si este fenómeno, apuntado por Duisenberg -primer presidente del Banco Central Europeo y citado por Guevara-, se replica en Venezuela. Al respecto, Guevara afirma contundentemente que “la Venezuela de las últimas décadas no es la excepción”.

⁴⁷ Guevara Basurto, “El mercado de valores...”, 317.

⁴⁸ Guevara, en el artículo que comentamos, cita expresamente al mismo Duisenberg, quien llegó a aseverar que: “Hoy en día, la falta de un mercado de valores bien desarrollado sería una desventaja particularmente grave para cualquier economía”. Ibid. 316.

⁴⁹ Ibid. 317.

⁵⁰ Guevara Basurto, Ibid. 317.

Aunque no dudamos del fundamento del autor para la anterior afirmación, sí debemos precisar, con base en el conocimiento que tenemos del sector bancario venezolano, que precisamente una de las consecuencias más palmarias de las dos debilidades mostradas por el desempeño económico de nuestro país, la constituye el debilitamiento cada vez más acentuado de la tarea de intermediación en el crédito que define y caracteriza a la banca: se trata de una nueva forma de desintermediación que estamos presenciando.

En efecto, la banca venezolana, especialmente en los últimos tiempos, como he tenido ocasión de constatar en la práctica, debido a **las estrictas reglas de encaje y las políticas restrictivas monetarias que le han sido impuestas⁵¹**, ha visto desdibujado casi por completo su papel intermediador, para quedar reducida a una banca meramente transaccional. Es así que en la Venezuela actual con el crédito bancario absolutamente restringido y el mercado de valores debilitado, **podría parecer ilusorio dedicar esfuerzo a reflexionar sobre mecanismos para el fomento de la inversión privada y del financiamiento empresarial, bien sea a través de títulos desmaterializados, como lo proponía uno de los ejes temáticos de nuestra Mesa, o de otros mecanismos.**

No obstante, creo que podríamos enfocarlo desde el lado opuesto, el de las oportunidades: la relación entre el mercado de valores y la banca, cuya potencia recíproca apuntaba Guevara, y la necesidad del sistema de buscar alternativas, sí podría encontrar un punto de confluencia: considero aquí relevante volver nuestra mirada a la figura del fideicomiso y en concreto, su papel en el mercado de valores a través de la titularización. A ello vamos a dedicar, nuestras reflexiones finales.

4. El Fideicomiso como Herramienta del Mercado de Capitales: Conexión a través de la Titularización

El mismo avance y evolución de la actividad comercial que hemos detectado en materia de títulos valores y de mercado de valores hasta desembocar en la desmaterialización, ha impulsado a que entre los ejes temáticos de la Mesa N° 6, se incluyera el fideicomiso⁵². En relación con este contrato típico bajo la legislación

⁵¹ Banco Central de Venezuela (BCV). Resolución N° 22-01-02, Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 42.312 del 4 de febrero de 2022. Esta norma consolidó el sistema de encaje e impuso la tasa del 73% sobre las reservas bancarias (porcentaje que llegó a alcanzar, incluso el 100%), representando una de las medidas de represión financiera más severas en la historia monetaria del país. Respecto de este asunto, existen normativas más recientes como las circulares técnicas de la Gerencia de Operaciones Monetarias del BCV y las comunicaciones de enero de 2026 que mantienen la rigidez del sistema. Todo lo cual refuerza la idea de que el encaje bajo estas características, no es una medida transitoria, sino un elemento estructural que obliga a los operadores a buscar alternativas.

⁵² Bajo la legislación venezolana, el fideicomiso es un contrato nominado y típico, y no precisamente por su inclusión en el

venezolana, que algunos han llegado a calificar incluso de *excéntrico*⁵³, me propongo efectuar unas breves alusiones dentro de una perspectiva que lo entiende como fórmula que puede conjugar vías para el fomento de la inversión privada y del financiamiento empresarial, que tanto se han visto afectados por las restricciones crediticias apuntadas.

Sin embargo, para delimitar el campo de estudio, aclaremos que no es este un capítulo que voy a dedicar a analizar el fideicomiso como una institución compleja y de largo aliento en el ámbito venezolano, que ha vivido diferentes etapas y que hoy perdura, fundamentalmente como operación bancaria neutra o complementaria⁵⁴, porque entiendo que excede por completo los objetivos de esta iniciativa enfocada en revisar alternativas para una eventual reforma del Código de Comercio.

Es por lo anterior, por lo que este aparte de mi trabajo se dedicará específicamente a revisar de forma muy breve una modalidad de la fiducia -la titularización- que, como mencioné al inicio de este estudio, ha sido prácticamente desterrada de nuestro ordenamiento jurídico, pero que considero que bien aplicada tendría un potencial enorme justamente como alternativa de financiación e, incluso, de promoción para el desarrollo.

Para comenzar, diremos que la razón de detenerme en el fideicomiso⁵⁵, más allá de las inclinaciones y la experiencia personal reportada, estriba en la propia esencia de la fiducia, es decir, por su propia condición tan repetida en los ámbitos especializados de “traje a la medida”; y es que el fideicomiso constituye una de esas opciones que bien aplicadas y en un ámbito de confianza apropiado, puede repre-

Código de Comercio, como ocurre en otros países de la región, sino que está regulado en dos “leyes” especiales: La Ley de Fideicomisos publicada en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 496 Extraordinario de fecha 17 de agosto de 1956, que debemos al vanguardista proyecto de Roberto Goldschmidt; y en el Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley de Instituciones del Sector Bancario publicado en la Gaceta Oficial N° 6.154 Extraordinario del 28 de diciembre de 2014, que curiosamente en su disposición derogatoria primera, “derogaba” las disposiciones de la Ley de Fideicomisos “que contravengan este Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley”. No obstante, la propia Ley de Bancos la cita en varias partes de su texto, con lo cual refuerza la tesis que hemos sostenido en otro lugar, de que se trata, a lo sumo, de una derogatoria parcial, que debe ser analizada con sumo cuidado y de manera casuística.

⁵³ Bajo esta mirada, es razonable concluir que no puede ser abordado de la misma manera como se haría con otras figuras jurídicas. Cfr. Nicolás Vegas Rolando, *El fideicomiso en Venezuela* (Caracas: Ediciones y Distribuciones Magón, 1979): 40. También, Sol Carolina Ramírez Rojas, “Breve estudio del fideicomiso en la legislación bancaria venezolana”, *Revista Venezolana de Derecho Mercantil*, n.º 4 (2019): 176.

⁵⁴ Para una revisión más detallada del fideicomiso como operación complementaria en el ámbito bancario, cfr. Nasly Ustáriz Forero, “Ideas en torno a la responsabilidad civil del fiduciario de los fideicomisos bancarios en Venezuela”, en *Libro Homenaje a Clarisa Sanoja de Ochoa* (Caracas: ACPS / UCAB / LUZ, 2013): 477-502.

⁵⁵ En este aparte final de mi estudio valga delimitar el tratamiento que daré al Fideicomiso. No se trata de un estudio sobre la fiducia, el cual profundizaría en sus características, sino una referencia puntual a la modalidad de fideicomiso de o para la titularización, como alternativa tanto para el financiamiento a las empresas como para el fomento del mercado de valores, porque entendemos que, con la adecuada instrumentación, puede coadyuvar en ambos objetivos.

sentar una herramienta sumamente valiosa en esta era de desmaterialización y de tecnología en todas sus facetas, a las que el Derecho, por su propia dinámica no es capaz de llevarle el ritmo.

En el mismo sentido aquí apuntado, la idea de ver al fideicomiso como herramienta de financiación e, incluso, de desarrollo, no es novedosa, dado que en esta parte del mundo que es Latinoamérica, la fiducia ha tenido muy relevante desempeño, y ha resultado un mecanismo de soporte de numerosas iniciativas, desde su consagración en México a principios del siglo XX y en los países que han estado influidos de modo directo por su experiencia, que son, básicamente los centroamericanos, y luego Colombia y Venezuela, como nos recuerda el maestro Rodríguez Azuero.⁵⁶

En concreto y por buscar un primer ejemplo que nos sirva para el propósito anotado, si miramos la experiencia argentina, el crecimiento económico experimentado por el país del sur en los años 90, derivado de una relativa estabilidad que se vivía en aquel momento mostró, según nos relata Marcelo Camerini, “la necesidad de desarrollar su mercado de capitales” con el objetivo de “brindar mayor y mejor financiamiento a la empresa”.⁵⁷ Con estas ideas de base, y para explicar el *fideicomiso financiero* (modalidad del Río de la Plata, que nunca ha existido en Venezuela, no confundirla con el fideicomiso bancario), el autor explica el debate en el que se encontraba el mercado de capitales argentino hacia el año 1994, con las siguientes palabras:

Quando pensamos en formas de financiamiento a la empresa y de desarrollo del mercado de capitales, necesariamente debemos preguntarnos sobre los instrumentos que brinda ese mercado de capitales que queremos desarrollar, ya que en la diversificación de sus productos se centran sus posibilidades de captar mayor cantidad de público inversor, sea este institucional o consumidor financiero”.⁵⁸

Con la cita precedente Marcelo Camerini pinta el panorama argentino de los años noventa, momento en el que, en su país, “los negocios fiduciarios eran inexistentes”. Ante esa constatación, se dedicó a observar la realidad del entorno, y en concreto del latinoamericano, dentro del cual alude a países como Colombia, Chile, México y, curiosamente, Venezuela, en los cuales “se verificó el elevado desarrollo que habían alcanzado los negocios fiduciarios y los beneficios que esto traía primero para su economía en general y luego para sus respectivos mercados de capitales”.⁵⁹

⁵⁶ Sergio Rodríguez Azuero, *Negocios fiduciarios...*, 65-66.

⁵⁷ Marcelo A. Camerini, *La transparencia en el mercado de capitales*, 1.ª ed. (Buenos Aires: Editorial Ad-Hoc, 2007), 551-552.

⁵⁸ Ibid., 551.

⁵⁹ Ibid., 551-552.

Queda claro, a partir de la cita precedente que nuestro país tuvo otro momento en el pasado no tan lejano en el que el Fideicomiso vivió un momento estelar;⁶⁰ entonces la figura fue ampliamente utilizada, fundamentalmente como negocio bancario,⁶¹ bajo diferentes modalidades, algunas con notables resultados.⁶² Podemos afirmar con pesar que el fideicomiso en Venezuela es hoy un “gigante atado de pies y manos”. El sistema imperante, con las desventajas apuntadas en el capítulo anterior, ha conseguido reducir una herramienta de alta ingeniería financiera al simple manejo de fondos⁶³, a modo de una cuenta de ahorros etiquetada. Al enfocarse solo en la faceta laboral⁶⁴, se ha perdido la cultura de la diversificación de alternativas, entre ellas la **titularización**, el fideicomiso de construcción y la gestión de activos reales. En suma, la figura en la actualidad se usa mucho en volumen de cuentas, pero casi nada en profundidad financiera.

Por contraposición, en los países en los que el fideicomiso o la fiducia se ha aplicado, ha resultado mayoritariamente una solución apropiada para resolver conflictos o problemas entre los operadores, en especial *cuando la confianza es crucial*, dado que se trata, precisamente, de un negocio de confianza. Los casos de México y Colombia son un buen ejemplo de ello⁶⁵. Por citar un dato que considero impre-

⁶⁰ En el XVIII Congreso Latinoamericano de Fideicomiso, organizado en Caracas por la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN) y la Asociación Bancaria de Venezuela, en el año 2008 se trató el alcance, relevancia y futuro de esta figura en América Latina. Para aquel momento, así como también en diversas publicaciones internacionales se estudiaba el fideicomiso entendido como “una figura es constante evolución, versátil y flexible, adaptada a las circunstancias de cada país, influenciada por la normativa de los otros países del entorno”. Así era concebido el fideicomiso hasta el punto de que se llegó a afirmar que: “Las perspectivas son ilimitadas, y las operaciones comerciales internacionales que originan determinadas operaciones fiduciarias van en aumento”. Cfr. *El Fideicomiso en Latinoamérica. Integración jurídico-financiera*. Ángel Urquiza Cavallé (Director) Estela M. Rivas Nieto (Coordinadora). (Buenos Aires-Madrid: Marcial Pons, 2010), 10-11.

⁶¹ Lamentablemente, el fenómeno de desintermediación crediticia que apuntamos y una suerte de “enanismo” al que se ha sometido el desempeño de la banca venezolana, según hemos apuntado, obviamente ha alcanzado también al fideicomiso bancario, por lo que podemos decir que hoy en día, de la floreciente y sofisticada herramienta que llegó a constituir para todo tipo de iniciativas, cuando Venezuela era un referente de éxito para otros países de la región, ha quedado prácticamente reducido en la praxis nacional a una modalidad casi exclusiva de administración de pasivos laborales.

⁶² Tal es el caso de la proliferación de fideicomisos de inversión, y también de administración para el financiamiento de proyectos de expansión industrial y de servicios públicos, como transporte, vivienda o recolección de residuos; también proyecto de conversión de deuda en inversión y administración de procesos complejos como la llamada “guerra de las colas” en Venezuela, que tuvo como protagonistas a las dos marcas gigantes del mundo, -Pepsi Cola y Coca-Cola- en el consumo de gaseosas.

⁶³ Sólo a modo de alerta, consideremos lo que esto significa en un marco de altísima inflación, que ha llegado incluso a la hiperinflación, como el que ha sufrido Venezuela, en los últimos y duros años.

⁶⁴ El principal uso del fideicomiso se ha reducido, en la práctica, al ámbito laboral (gestión de prestaciones sociales). Los bancos ofrecen la gestión de estos fondos, permitiendo a los empleados consultar y gestionar sus saldos de forma electrónica. Este uso, aunque limitado, demuestra lo que podemos considerar la resiliencia de la figura, incluso en el sistema de pagos. Cfr. Ley Orgánica del Trabajo, los Trabajadores y las Trabajadoras. Gaceta Oficial N° 6.076 Extraordinario, 7 de mayo de 2012. Artículos 141 al 144. El régimen de prestaciones sociales, como se les sigue denominando, aquí establecido ha concentrado la operatividad fiduciaria de la banca nacional en la gestión de estos fondos, desplazando el uso de la figura hacia áreas de baja complejidad financiera y un casi nulo impacto en la intermediación crediticia.

⁶⁵ Venezuela, por su parte, cedió ese espacio relevante que llegó a tener en el ámbito fiduciario latinoamericano, como hemos relatado.

sionante, en un reciente evento organizado por la Universidad del Externado en Colombia en el mes de septiembre de 2025, titulado “Retos, Tendencias y Futuro de la Fiducia en Colombia”, se mostró un desarrollo extraordinario de la figura, mencionando algunos de los ponentes, que en torno al 60% del PIB colombiano se administra bajo fiducia.⁶⁶

Es que a pesar de los problemas generados en la crisis mundial iniciada en los años 2007/2008, consideramos que uno de esos mecanismos que pueden representar una fórmula apropiada de fomento de la inversión privada y de acceso al financiamiento empresarial, es la titularización, (también conocida como *securitización* o *titulización*), por cuanto constituye lo que podríamos considerar un rediseño, una transformación de activos líquidos en títulos valores negociables.

Se ha definido a la titularización como “el negocio fiduciario que tiene por objeto la emisión y/o administración de una emisión de valores emanados de un proceso de titularización de activos y bienes. Con este negocio se pretende crear mecanismos para respaldar la rentabilidad y el pago total de los títulos emitidos, contando la sociedad fiduciaria con la potestad de utilizar los activos que conforman el patrimonio autónomo, para realizar las gestiones pertinentes al pago oportuno de las obligaciones de la titularización (Circular Básica Jurídica 29/2014, Superfinanciera, Parte II, Tít. II, Cap. I, núm., 8°, subnum. 8.3.2)⁶⁷.

Se trata, como nos ilustra la definición anterior, de reunir un conjunto de estos activos, y reagruparlos para que constituyan el respaldo de las emisiones de valores, por lo que se constituye en una fuente alterna de financiamiento, que a su vez permite la movilización de activos líquidos que forman parte del balance de las empresas. Consideremos que estamos ante emisiones de títulos en masa, es decir de títulos desmaterializados. El maestro Rodríguez Azuero lo ha descrito como:

un proceso de maduración del mercado de capitales..., en virtud del cual los empresarios dejaron de acudir directamente a los intermediarios financieros para demandar, en cambio, recursos de los inversionistas institucionales y de los particulares en general, en un proceso sostenido que incluye la emisión de bonos, papel comercial, acciones privilegiadas y otros títulos”.⁶⁸

⁶⁶ Los datos más recientes de la [Asociación de Fiduciarias de Colombia \(Asofiduciarias\)](https://www.asofiduciarias.org.co) confirman que al cierre de 2024 el sector administraba activos por \$955 billones, lo que equivale aproximadamente al 57.8% del PIB colombiano. Para 2025, esta cifra ha seguido escalando hasta superar los \$1.084 billones. Datos disponibles en www.asofiduciarias.org.co. También en “Activos administrados por fiduciarias alcanzan \$1.084 billones a octubre de 2025”, DataiFX, 9 de diciembre de 2025, <https://www.dataifx.com>.

⁶⁷ *Aspectos Conceptuales del Negocio Fiduciario en Colombia*. Asociación de Fiduciarias de Colombia, Bogotá, Legis Información y Soluciones, 1ª edición, 2015, 275.

⁶⁸ Sergio Rodríguez Azuero, *Negocios fiduciarios...*, 507.

Y si bien no es a través del fideicomiso la única forma en la que puede hacerse un proceso de titularización, como ya apuntamos, esta modalidad en Venezuela y en muchos lugares de la región, tuvo su mejor expresión gracias al fideicomiso. Aunque en muchos países no necesariamente se vincula a la actividad bancaria, sino que la relación más directa es con el mercado de valores, dado que como ha afirmado Rodríguez Azuero “el esquema fiduciario no es el único que permite llevar a cabo la titularización, aunque, sin duda, es el que mejor se acomoda a las finalidades del proceso.”⁶⁹

Encontramos en esta figura una especie de puente natural entre los títulos emitidos por los bancos y empresas, así como la forma más directa, en criterio de muchos yo incluida, en la que el fideicomiso se ha vinculado con el mercado de capitales.

Por último, y a modo de cierre de esta parte de mis reflexiones, con el propósito de vincular las instituciones refinadas y sofisticadas del mercado financiero que hemos estado explorando con una idea central en mi pensamiento, debo decir que no es descabellado pensar en que el fideicomiso es una herramienta que permite la cooperación social también compleja. Considero que la protección legal que se le brinda al patrimonio autónomo o separado por Ley, como se denomina en Venezuela, se puede enfocar como una defensa o protección a formas de cooperación entre los individuos, al margen del control y la arbitrariedad estatal.

El pensamiento del profesor Huerta de Soto es claro en el sentido apuntado, e ilustra lo que ocurre cuando la regulación intensa y extensa llega incluso a asfixiar la razón social y el propósito de las empresas incluidos los bancos, cuando afirma que: “La violación de los derechos de propiedad, especialmente a través de la intervención sistemática del Estado, impide el ejercicio de la función empresarial y, por ende, la generación de riqueza.”⁷⁰

A modo de **conclusión general** de todo lo revisado en este trabajo y haciendo referencia a la dicotomía entre la codificación versus el proceso contrario o de decodificación que han sufrido muchos códigos en el mundo, quiero expresar la idea que ha alentado muchas de las reflexiones aquí recogidas: Considero y en ello creo coincidir con las ideas de Claudia Madrid y también lo comentado por Wilfredo Monsalve en las referidas Jornadas, que ante la iniciativa de reforma que parece estarse insuflando en el ámbito legislativo, un Código que contenga principios generales con cierta

⁶⁹ Sergio Rodríguez Azuero, *Negocios fiduciarios...*, 507.

⁷⁰ Jesús Huerta de Soto, *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, 4.ª ed. (Madrid: Unión Editorial, 2009), 625.

vocación de permanencia, puede ser más útil, en cuanto a los requerimientos de sistematización y coherencia que ofrece un cuerpo normativo sistemático y coherente.

Como ya he afirmado, privilegio un código que, sin dar la espalda a todo el desarrollo e innovación conseguidos por la humanidad y por nuestra ciencia jurídica, tome en cuenta la realidad del tráfico mercantil y sirva a modo de dique ante el constante asalto de un estado hipertrofiado siempre dispuesto a avanzar en contra de las iniciativas y la autonomía privadas.

BIBLIOGRAFÍA

- Acemoğlu, Daron, y James Robinson. *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*. Londres: Profile Books, 2012.
- Ascarelli, Tullio. *Teoría general de los títulos de crédito*. Traducido por Rene Cacheaux Sanabria. México: Editorial JUS, 1947.
- Asociación de Fiduciarias de Colombia (Asofiduciarias). "Datos de activos administrados al cierre de 2024 y 2025". Acceso el 20 de enero de 2025. www.asofiduciarias.org.co.
- Broseta Pont, Manuel. *Manual de Derecho mercantil*. 10.^a ed. Madrid: Editorial Tecnos, 2000.
- Camerini, Marcelo A. *La transparencia en el mercado de capitales*. Buenos Aires: Editorial Ad-Hoc, 2007.
- Carbajales, Mariano. *La regulación del mercado financiero: Hacia la autorregulación del mercado de valores*. Madrid-Barcelona: Fundación de Estudios Financieros / Marcial Pons, 2006.
- Chacón Gómez, Nayibe. "La necesaria reforma del Código de Comercio venezolano". *Revista Venezolana de Derecho Mercantil*, n.º 2 (2019): 57-84.
- . "La perspectiva electrónica de los títulos valores: desmaterialización del título valor". *Revista Derecho y Tecnología*, n.º 10 (2008-09): 133-155.
- Chang de Negrón, Kimlen. "La irrupción del concepto de actividad económica en el sistema de Derecho mercantil venezolano de nuestro tiempo". *Revista Venezolana de Derecho Mercantil*, n.º 2 (2019): 13-56.
- Gaitán Martínez, José Alberto. "Títulos-valores: De la preponderancia al desuso". En *Derecho comercial: Cuestiones fundamentales*, editado por Juan Pablo Cárdenas Mejía, Juan Jacobo Calderón Villegas y Yira López Castro, 241-252. Bogotá: Universidad del Rosario / Legis, 2016.

- Guevara Basurto, Andrés Felipe. “El mercado de valores como alternativa para el crecimiento y desarrollo”. *Revista Venezolana de Derecho Mercantil (RVDM)*, n.º 5 (2020): 307-326.
- Hayek, Friedrich von. *Derecho, legislación y libertad. Vol. I: Normas y orden*. Madrid: Unión Editorial, 2014. (Publicado originalmente en 1973).
- Huerta de Soto, Jesús. *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, 4.ª ed. (Madrid: Unión Editorial, 2009), 625.
- Lezama Palomino, Juan Carlos, Miguel Ángel Laverde Sarmiento y Carlos Arturo Gómez Restrepo. “El mercado de valores y su influencia en la economía: Estudio del caso colombiano 2001-2013”. *Revista Internacional Administración & Finanzas* 10, n.º 2 (2017): 29-39.
- Madrid Martínez, Claudia. “Contratación comercial internacional y medios electrónicos de pago”. En *El Derecho mercantil en el entorno digital: Nuevas tendencias y regulaciones jurídicas*, dirigida por Mariliana Rico Carrillo y coordinada por Marcelo Bauzá Reilly, 205-233. Montevideo: Thomson Reuters / La Ley, 2024.
- . *Medios electrónicos de pago en el comercio internacional*. Caracas: Revista Venezolana de Legislación y Jurisprudencia, C.A., 2018.
- Morles Hernández, Alfredo. *Curso de Derecho mercantil. Tomo III: Títulos valores*. 5.ª ed. Caracas: Universidad Católica Andrés Bello, 2000.
- . “La codificación o decodificación del Código de Comercio y el proyecto de Ley de Navegación y Comercio por Agua”. *Revista de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas (UCV)*, n.º 72 (1989): 223-231. http://www.ulpiano.org.ve/revistas/bases/artic/texto/RDUCV/72/rucv_1989_72_223-231.pdf.
- . *Régimen legal del mercado de capitales*. Caracas: Universidad Católica Andrés Bello, 2006.
- . *La Banca en el marco de la transición de sistemas económicos*. Caracas: Universidad Católica Andrés Bello – Universidad Monteávila, segunda edición corregida y aumentada con colaboraciones, 2016.
- Ramírez Rojas, Sol Carolina. “Breve estudio del fideicomiso en la legislación bancaria venezolana”. *Revista Venezolana de Derecho Mercantil*, n.º 4 (2019): 169-195.
- Rodríguez Azuero, Sergio. *Negocios fiduciarios: Su significación en América Latina*. Bogotá: Legis, 2005.

- Rondón García, Andrea. *Liberalismo, cultura, propiedad y derecho*. Madrid: Unión Editorial, 2025.
- Ruiz de Velazco y del Valle, Adolfo. *Manual de Derecho mercantil*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas, 2007.
- Segura Quiroz, Mario. "Desmaterialización de los títulos valores". *Revista del Instituto Argentino de Mercado de Capitales* 2, n.º 8 (septiembre-diciembre 1987): 65.
- Urquizu Cavallé, Ángel (Dir.) y Estela M. Rivas Nieto (Coord.). *Derecho de los mercados financieros*. Buenos Aires-Madrid: Marcial Pons, 2010.
- Ustáriz Forero, Nasly. "Ideas en torno a la responsabilidad civil del fiduciario de los fideicomisos bancarios en Venezuela". En *Libro Homenaje a Clarisa Sanoja de Ochoa*, 477-502. Caracas: Academia de Ciencias Políticas y Sociales / UCAB / LUZ, 2013.
- Vegas Rolando, Nicolás. *El fideicomiso en Venezuela*. Caracas: Ediciones y Distribuciones Magon, 1979.