

ASAMBLEA NACIONAL

Oficina de Asesoría Económica y Financiera

**Informe sobre los Aspectos Financieros,
Económicos y Legales de la Adjudicación
Directa de Bonos de la Deuda Pública Nacional
realizada el día 26 de julio de 2002**

Septiembre 2002

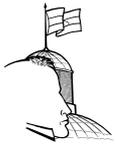
Serie IA 0902-038



La Oficina de Asesoría Económica y Financiera de la Asamblea Nacional estima necesario presentar a la Asamblea Nacional este informe relacionado con la actual discusión referida a las colocaciones de Deuda Pública Nacional, dada su calidad de órgano asesor de la Asamblea Nacional y en virtud de las funciones que le otorga el artículo 2 de su reglamento de funcionamiento¹, en particular las siguientes:

- i) Informar, al menos trimestralmente al Presidente de la Comisión Legislativa Nacional y a la Subcomisión Permanente de Finanzas y Economía acerca de la evolución de la economía nacional, indicadores socioeconómicos, **situación del sistema financiero y de las finanzas públicas** en general, así como el impacto económico y social que pueda tener cualquier medida adoptada por el Poder Ejecutivo y sus órganos;
- ii) Realizar los estudios que estime necesarios acerca de las políticas y decisiones del Poder Ejecutivo o del Poder Judicial **que puedan tener un impacto en las finanzas públicas** y hacerlo del conocimiento del Presidente de la Comisión Legislativa Nacional y de la Subcomisión Permanente de Finanzas y Economía y
- iii) Realizar los estudios que estime necesarios para contribuir al mejor cumplimiento de las **atribuciones de legislación y control** de la Comisión Legislativa Nacional, en las áreas económicas, financiera y fiscal.

¹ Publicado en la G.O. No. 37.010 del 09/08/2000



Resumen Ejecutivo

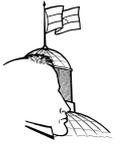
Este Informe presenta un análisis financiero, económico y legal de la operación de adjudicación directa de bonos de DPN, por parte del Ministerio de Finanzas, realizada el día 26 de julio de 2002 a CEDEL Casa de Bolsa.

Desde el punto de vista financiero, se destaca que el análisis adecuado de las condiciones de la operación debe considerar la totalidad de los flujos financieros hasta el vencimiento de la operación. Una vez detallados los términos de la adjudicación directa, se calcula el costo efectivo al vencimiento para la Nación con base en un procedimiento análogo al utilizado por el Ministerio de Finanzas. El reto principal de esta clase de análisis financiero es la estimación del valor de mercado de la operación.

En consulta con expertos financieros tanto de la esfera de la práctica diaria (Bancos y Casas de Bolsa) como de la esfera académica (Centro de Finanzas del IESA) la OAEF reconoce la dificultad de calcular con exactitud el valor de mercado de la operación en cuestión. Esto se debe fundamentalmente a que el mercado secundario de deuda pública en Venezuela es poco profundo (se hacen relativamente pocas transacciones y es pequeño) y poco transparente. Sin embargo, el mercado secundario provee la única referencia disponible para este propósito, y es la mejor fuente de información para realizar tal estimación. Asimismo, la información que provee debería ser la guía para la toma de decisiones prudentes en materia de finanzas públicas. En este sentido, y con base en los cálculos que hemos realizado, es la opinión de la OAEF que el precio al que se realizó la adjudicación directa fue menor al que se habría obtenido a través de una subasta. Resulta claro para esta oficina que ante la dificultad de hacer un análisis preciso del mercado, el mecanismo ideal para colocar esta emisión de deuda era la convocatoria a una subasta.

Este informe muestra que las instituciones financieras involucradas, es decir, de las que se recibieron Certificados de Depósito como parte de pago, no se encontraban en una situación financiera suficientemente holgada como para respaldar estos nuevos depósitos de la Nación. En caso de no lograr captaciones adicionales importantes o en caso de que no logran colocar los títulos de deuda pública en el mercado secundario, estas instituciones tendrían que responder a las obligaciones de los CD con su patrimonio, que como proporción de este nuevo pasivo representó al cierre de julio tan solo 59,54% conjuntamente.

Ahora bien, para responder a la pregunta sobre si estas transacciones violaron alguna disposición legal era necesario revisar la ley marco de las operaciones de crédito público, es decir la Ley Orgánica de la Administración Financiera del Sector Público (**LOAFSP**). Sin embargo, esta Ley no regula los aspectos más fundamentales relacionados con las operaciones de crédito público. No obstante, de acuerdo a lo establecido en la Constitución Nacional (**CN**, artículos 113, 299 y 311), la **LOAFSP** (artículos 2,76,77, 78, y 80) y el artículo 12 de la Ley Orgánica de la Administración Pública (**LOAP**) se concluye que las operaciones de crédito público tienen por objeto arbitrar recursos o fondos para realizar inversiones reproductivas, atender casos de evidente necesidad o de conveniencia nacional y cubrir necesidades **transitorias** de tesorería, para lo cual el Ejecutivo debe proceder a celebrar las operaciones de crédito público en las **mejores condiciones financieras que puedan obtenerse, bajo los principios de responsabilidad fiscal, equilibrio fiscal, eficacia, imparcialidad, solvencia, libre competencia, transparencia y eficiencia**

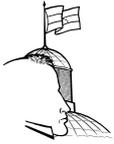


Eficiencia significa lograr un objetivo al menor costo posible. Para determinar que una operación es mejor que otra - o menos costosa- se requieren al menos dos opciones y no una sola como sucedió en el caso de la adjudicación directa a CEDEL Casa de Bolsa. Distinto sería que el Ministerio de Finanzas (MF) hubiese convocado a subasta en las mismas condiciones y sólo hubiese recibido la oferta de CEDEL, Banco Canarias y Central Banco Universal, o que éstas hubiesen hecho la mejor proposición de precio para la totalidad de la oferta negociada. No se puede argumentar que porque CEDEL fue la única empresa que le presentó una oferta al Ministerio de Finanzas, esa era la única opción. Existía otra opción, que era convocar a una subasta desde el primer momento. Tampoco se pueden garantizar los principios de transparencia, libre competencia y eficiencia mediante el establecimiento de relaciones directas entre el Ministerio de Finanzas y un grupo reducido de instituciones financieras, mientras que se excluya a otras de la posibilidad de hacer sus ofertas -de manera explícita o implícita. Es por ello que el mecanismo de negociaciones directas entre el Ministerio y las entidades financieras no cumple con los principios fundamentales antes expuestos, y por el contrario tendería a violentarlos.

Por otro lado, las operaciones cuestionadas se basan en la Ley de Endeudamiento del 2001 (LE2001). En el Art. 10 de la referida ley se abre la posibilidad de que el Ejecutivo utilice bonos de la deuda pública como instrumento de pago a sus acreedores, es decir que los utilice como una dación en pago. Es útil aclarar que **toda dación en pago implica una operación de adjudicación directa de bonos como contraprestación de una deuda contraída** (ejemplo, pagos a contratistas de FONDUR mediante la utilización de bonos DPN) **pero no toda adjudicación directa es una dación en pago, ya que la dación en pago implica, necesariamente, la sustitución de un pasivo por otro, mientras que la adjudicación directa no.** La ley de endeudamiento permite la adjudicación directa como consecuencia de una dación en pago, pero no es explícita sobre otros usos de la modalidad de adjudicación directa.

Algunas fuentes han señalado que la adjudicación directa es equivalente a los pagos que FONDUR le hace a sus contratistas, es decir, se interpreta como sinónimos las frases “*dación en pago*” y “*adjudicación directa*”. Esto es incorrecto. Las daciones en pago, los canjes de deuda, o las adjudicaciones directas a las empresas públicas mediante el uso de bonos DPN implican un cambio de un pasivo que el Ejecutivo Nacional tiene con algún ente descentralizado de carácter público o con otra persona, natural o jurídica (bien sea por salarios, o la adquisición de bienes y servicios que no han sido cancelados) por otra forma de pasivo. Aunque dichas transacciones se hagan de manera directa entre el MF y los acreedores del Ejecutivo o las empresas públicas, las mismas no pueden ser equiparadas con la adjudicación directa que se realizó con CEDEL (que es una empresa privada). Las tres primeras implican el cambio de un tipo de deuda por otra, mientras que la operación con CEDEL implica la obtención de recursos financieros (efectivo = **Activo**) por parte del Ejecutivo a cambio de la **generación de un pasivo**.

Los reglamentos vigentes y las resoluciones del BCV y del MF relativas a operaciones de crédito público hacen ver que lo normal es que los títulos de DPN se adjudiquen en el mercado primario mediante **mecanismos de subastas**, para lo cual el MF da las instrucciones al BCV con suficiente antelación para convocar al acto. Por otro lado, una de las resoluciones del BCV garantiza la libre competencia durante el proceso de subasta en el mercado primario, al hacer obligatorio que el monto de cada oferta no exceda del treinta por ciento (30%) del total del valor nominal de los títulos a colocar por plazo, con lo que se reduce la posibilidad de que una empresa obtenga una posición de dominio. Al adquirir los bonos mediante adjudicación directa CEDEL obtuvo una posición de dominio en el mercado de bonos de la emisión 411 clase I, por lo menos durante los días comprendidos entre el 26/07/2002 y el 08/08/2002, ya que hasta esa



fecha sólo existían Bs. 10.416 millones de esos bonos en el mercado. A todo esto hay que añadir el hecho de que las instituciones involucradas, es decir CEDEL, Banco Canarias y Central Banco Universal, podrían formar un grupo financiero o un grupo de empresas afiliadas junto con La Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo y el Grupo Asegurador Bancentro lo que refuerza aún más la idea de que mediante éstas transacciones se podría haber infringido el principio de libre competencia, y por ende la Ley para Promover y Proteger el Ejercicio de la Libre Competencia.

Un elemento a resaltar es que los instrumentos de rango sub-legal antes mencionados dicen que el BCV adjudicará en el mercado primario los títulos de la siguiente manera: a) **a través de subastas competitivas**; b) a través de **subastas no competitivas**; y c) **por adjudicación directa**, de acuerdo a lo que determine al efecto el MF. Sin embargo, estos artículos no pueden ser interpretados de manera amplia y fuera del contexto de la CN, la LOAFSP, la LOAP y de la LE2001, en las cuales se establecen los principios que deben regir las operaciones de crédito público, así como implícitamente en qué caso en particular se puede usar la adjudicación directa de DPN. Como se mencionó anteriormente, la LE2001 contempla la posibilidad de que se utilicen los bonos como dación en pago, lo que no implica que se autorizó de manera abierta cualquier adjudicación directa. Por éstas razones creemos que la adjudicación directa no cumplió con principios Constitucionales, de la LOAFSP y de la LOAP.

Los bonos utilizados en las operaciones cuestionadas fueron bonos que se emitieron en 1999, después de la tragedia nacional de Vargas, y de los cuales sólo se conocían dos colocaciones en 1999. A partir de esa fecha quedó fijado el porcentaje de referencia en 95,60% de la tasa activa del mercado, el cual es el porcentaje más alto que paga el MF en la actualidad. El problema con la adjudicación directa, además de lo señalado anteriormente, estriba en el hecho de que al utilizarse este método de colocación se anuló la posibilidad de conocer el precio de mercado de los bonos. Los precios de las subastas del 08/08 y del 09/08 no pueden ser utilizados para estimar el verdadero precio de estos bonos ya que no fueron totalmente transparentes (incluso en una de ellas participó una de las empresas afiliadas a CEDEL), ni estaban totalmente libres del ruido que creó la adjudicación directa dentro del sistema financiero y del mercado de bonos, ruido que por lo demás existía incluso antes de que se hiciera pública la noticia de la adjudicación, según pudimos conocer a través de conversaciones sostenidas con distintos operadores en el mercado. Este ruido afectó de manera negativa tanto a los tenedores de bonos como a la República por cuanto impulsaron a la baja los precios de los títulos, o lo que es lo mismo, presionaron hacia arriba el retorno esperado por los inversionistas de títulos valores, esto a su vez ha dificultado y encarecido las operaciones de crédito público interno.

El problema con la adjudicación de los bonos es que además de haber sido financiados, fueron entregados con una tasa de descuento considerable, dadas las condiciones financieras en las que se estaban comercializando otros bonos similares en el mercado secundario, inclusive de mayor madurez y menor porcentaje de referencia. Después de discusiones con operadores del mercado y con expertos académicos en la materia pudimos arribar a un precio estimado (razonable y conservador) de 84,4925% al cual dichos bonos se hubieran podido negociar en el mercado, en lugar del 78% al que se les adjudicaron a CEDEL, lo que implica una pérdida para la República de Bs. 12.335,75 millones sólo por la adjudicación a esta casa de Bolsa. A este número habría que agregar las pérdidas en que se incurrió al realizar las subastas subsiguientes.

Por otro lado las operaciones cuestionadas se basan en el Decreto 1.572 en el cual se le permitía al



Ministerio hacer la emisión de bonos No. 507 para pagar el servicio de la deuda pública externa e interna. En el artículo 1°, párrafo primero, del mencionado decreto se le permite al Ministerio disponer dichos bonos mediante operaciones de colocación primaria, operaciones de canje y **operaciones de reapertura**, es decir colocar la nueva deuda utilizando emisiones de bonos previamente emitidos y actualmente vigentes en el mercado. En el artículo 2° del mencionado decreto se le permite realizar la colocación de la nueva deuda utilizando nuevos instrumentos **siempre que éstos tuvieran las características desarrolladas en el artículo 6° del mismo decreto**. Ahora bien, como el Ministerio optó por colocar la nueva deuda utilizando los viejos instrumentos entonces el artículo 2° no aplica para las operaciones en cuestión, ya que dichos bonos no siguieron las especificaciones del artículo 6° del Decreto 1572, sino que utilizaron las especificaciones de los bonos 411 clase I del Decreto 546, es decir fueron colocados mediante el proceso de reapertura. En ese caso el artículo que aplica a la operación es el artículo 5° del mencionado Decreto 1.572, por lo cual llegamos a la conclusión de que la República ha debido recibir efectivo como contraparte por dichas operaciones, razón por la cual también podría haberse violentado el Art. 5° del mencionado decreto.

El argumento de que el Estado está recibiendo intereses por dichos certificados no hace mayor diferencia, como se comprueba en la sección II de este informe, ya que a pesar de su consideración encontramos que los bonos fueron colocados a una tasa de descuento muy alta en relación a lo que el mercado hubiese estado dispuesto a pagar por ellos. Por otro lado, el hecho de que las tasas de interés que pagan los certificados de depósito sean más altas que las del promedio del sistema financiero en realidad es indicación de que el Estado eligió instituciones financieras riesgosas para colocar estos depósitos, como se discute en la sección III del informe.

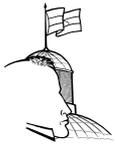
Después de todo lo expuesto anteriormente es necesario que la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, la Comisión Nacional de Valores, la Superintendencia para la Promoción y Protección de la Libre Competencia, y la Superintendencia de Seguros trabajen coordinadamente con la Contraloría General de la República para que ésta última se pronuncie en relación al problema de la adjudicación directa de Bonos a CEDEL Casa de Bolsa, así como de las dos subastas subsiguientes, en su carácter de órgano del Poder Ciudadano al cual le corresponde el control, la vigilancia y la fiscalización de los ingresos, gastos y bienes públicos, de acuerdo a lo estipulado en la *Ley Orgánica de la Contraloría General de la República y del Sistema Nacional de Control Fiscal*. De igual manera se hace necesaria la participación de la Sala Político Administrativa del Tribunal Supremo de Justicia para que se pronuncie acerca de las posibles violaciones de las leyes antes mencionadas, en el curso de lo cual podría si así le es solicitado, establecer la interpretación correcta, la legalidad y la posibilidad de utilizar mecanismos de adjudicación directa para colocar títulos de deuda pública.

Por otro lado, y después de haber analizado todos los factores que han incidido en éstas operaciones resulta evidente la necesidad de modificar la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público, con el objetivo de llenar los vacíos legales que existen en la actualidad, así como para clarificar las ambigüedades que surgen de ellas. Por otro lado se hace necesario elaborar y publicar al mismo tiempo el reglamento del Sistema de Crédito Público. De igual manera, y a raíz de la polémica en relación a la compra del BANDES se hace necesario revisar y regular la manera en que se realizan las compras de títulos valores de los organismos y entes públicos, sobre todo de aquellos que manejan recursos financieros importantes (como el BANDES, BANCOEX, FOGADE, y demás bancos públicos y fondos especiales de financiamiento). De todo lo anterior también creemos que es imprescindible la



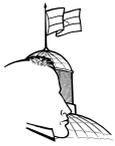
ASAMBLEA NACIONAL
Oficina de Asesoría Económica y Financiera

reforma de la Ley de Salvaguarda al Patrimonio Público, así como el fortalecimiento (legal, económico, humano y técnico) de todas las instituciones reguladoras y supervisoras de los entes antes mencionados.



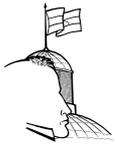
INDICE GENERAL

	Pág.
I. Relación de los hechos relevantes	10
II. Análisis financiero y consideraciones sobre el precio	15
II.1 Los términos de la adjudicación directa:	15
II.2 ¿Qué Ofrecía el Mercado?	21
II.3 Títulos de DPN con plazo mayor a 800 días	21
II.4 Una alternativa sencilla que garantizaba la colocación de Bs. 190.000 millones en mejores condiciones	27
III. Instituciones Bancarias Involucradas	28
III.1.- Liquidez del sistema financiero	28
III.2.- Calidad de los activos	30
III.3.- Suficiencia Patrimonial	33
III.4.- Impacto de la Adjudicación sobre las Instituciones Bancarias	35
III.5.- Calificación de Riesgo de las Instituciones Financieras	40
IV. Análisis económico y legal de los hechos.	42
IV.1.- Adjudicación Directa	48
IV.2.- Precio de los bonos adjudicados directamente y de las siguientes subastas.	54
IV.3. - Forma de Pago de los bonos adjudicados directamente y de la subasta del 08/08/02	58
V. Conclusiones	65
Anexo: Resoluciones y Gaceta Oficial	67



INDICE DE ACRONIMOS

BCV	Banco Central de Venezuela
BOD	Banco Occidental de Descuento
BUC	Banca Universal y Comercial
CD	Certificado de Depósito
CN	Constitución Nacional
DPN	Deuda Pública Nacional
G.O.	Gaceta Oficial
LE2001	Ley de Endeudamiento de 2001
LOAFSP	Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público
LOAP	Ley Orgánica de Administración Pública
LGBIOIF	Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras
MF	Ministerio de Finanzas
RES-BCV-MF	Resolución No. 00-03-01 del BCV y MF
RES-BCV	Resolución N° 98-05-02 del BCV
RCP	Reglamento de Crédito Público
RLOCP-ECC	Reglamento de la Ley Orgánica de Crédito Público relativo a la Emisión, Colocación y Cancelación de Títulos de la Deuda Pública Nacional Desmaterializados
TAM	Tasa de interés activa anual promedio ponderada de los seis principales Bancos comerciales o universales del país con mayor volumen de depósitos



Introducción

Este informe tiene por finalidad hacer un análisis financiero, económico y legal de las colocaciones de bonos de la deuda pública nacional, correspondientes a las emisiones reaperturadas No. 411, Decreto 546, serie I con Base a la Emisión No 507, Decreto 1572 realizadas entre el 26 de Julio y el 09 de Agosto de 2002, dentro de las cuales se encuentra el caso de la adjudicación directa que se discute en la Sub-Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional como consecuencia de la denuncia realizada por los Diputados Alejandro Armas, Jose Luis Faria, Ernesto Alvarenga y Nelson Ventura, miembros del Grupo de Opinión Parlamentaria Solidaridad.

Para realizar este estudio nos basamos en informaciones recopiladas de diversas fuentes tales como REUTERS, Ministerio de Finanzas, BCV, SAIF, Gacetas Oficiales, e informaciones aparecidas en la prensa nacional. Además, también utilizamos la información entregada hasta la fecha a la Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional por parte de las personas interpeladas.

El análisis comienza con una reconstrucción de los hechos, luego se hace un análisis financiero de la operación de adjudicación para después presentar un análisis de las entidades financieras involucradas en las colocaciones de bonos objeto de este informe. Después se presenta el análisis económico y legal de las operaciones que están siendo investigadas y por último las conclusiones.

I. Relación de los hechos relevantes

Pasamos a describir el orden cronológico de los hechos:

1- EL 26 y 29 de Julio/2002 el Ministerio de Finanzas envía al BCV la instrucción de adjudicar directamente a **CEDEL Casa de Bolsa** Bonos de Deuda Pública Nacional (DPN) por un monto de Bs. 190.000 millones. CEDEL cancelaría la operación de la siguiente forma: 1) Un pago en efectivo del 30% del valor de la operación y 2) el restante 70% sería financiado con certificados de depósitos a 56, 91 y 119 días emitidos por el **Banco Canarias** y el **Central Banco Universal**. Los certificados de depósito generarían intereses del 30%, 29% y 28% respectivamente. La operación tuvo un precio del 78% del valor facial de Bs. 190.000 millones, es decir Bs. 148.200 millones.

Dichas adjudicaciones se realizaron después de conversaciones sostenidas entre el Ministerio, SUDEBAN y el BCV el 26 de julio acerca de la pertinencia de dichas colocaciones. El Ministerio de Finanzas acoge la petición realizada por el BCV de no incluir a **La Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo** en la adjudicación directa² ya que la misma pretendía absorber Bs.16.000 millones cuando su patrimonio apenas alcanzaba Bs. 9.000 millones.

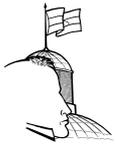
Los bonos adjudicados corresponden a una **emisión reaperturada** de la No. 411, Decreto 546³, serie I con Base a la Emisión No 507, Decreto 1572⁴. Es decir, la emisión No. 411 se colocó por primera vez en el año 1999 y se dejó de colocar desde ese momento hasta el 26 de julio del presente año⁵, día en

² Según el Nacional del viernes 09/08/2002 y del sábado 10/08/2002, y Tal Cual del 13/08/2002

³ Gaceta Oficial No. 36.842 del 02/12/1999

⁴ Gaceta Oficial Extraordinaria No. 5.589 del 06/06/2002

⁵ La fuente de las colocaciones y de los porcentajes de referencia se obtuvieron de REUTERS.



que se realizó la adjudicación directa. Ahora bien, el Decreto 1572 realiza una nueva emisión de bonos correspondiente a la No. 507 en la cual le permite al Ministerio de Finanzas colocar la **nueva deuda** utilizando los viejos instrumentos del 99 a través de lo que se conoce como una emisión reaperturada. De manera que los bonos colocados el 26/07/2002 vencen el primero de diciembre de 2004 y perciben intereses trimestralmente a una tasa de interés variable.

La tasa de interés que percibirán los tenedores de estos bonos la determinó la primera colocación de los mismos, realizada el día 18/12/1999 (3 días después de la tragedia nacional de Vargas). En dicha oportunidad se estableció que estos bonos tendrían un porcentaje de referencia del 95,60% de la tasa activa del mercado (TAM), es decir que los bonos generarían intereses iguales al 95,6% de la TAM vigente 5 días antes del inicio de cada trimestre a cancelar. Es de hacer notar que estos bonos tienen el más alto porcentaje de referencia de los bonos que están vigentes, es decir, de todos los bonos que se podrían estar negociando en el mercado secundario en la actualidad.

2- Entre el 26/08 y el 30/08 **CEDEL** le vende a **Central Banco Universal** bonos por un monto de Bs. 60.000 millones según declaraciones dadas por su Presidente. Se sabe por la prensa nacional que también le vendió al **Banco Canarias**, aunque se desconoce su monto, a un precio de 78,5%⁶. Sin embargo, según otras informaciones de prensa, **Central Banco Universal** le compró los bonos a **CEDEL** a un precio de 83%⁷.

Por otro lado se sabe que el **Banco Occidental de Descuento** compró Bs. 10.000 millones de dichos bonos a un precio de 84%⁸. Aunque no sabemos a quién el BOD le compró los bonos, por el precio pagado y por la cantidad comprada existe una altísima probabilidad de que haya sido a **CEDEL** Casa de Bolsa, al **Banco Canarias** o a **Central Banco Universal** ya que en el mercado, aparte del monto dado por adjudicación sólo podían haberse ofertado Bs. 10.416 millones adicionales correspondientes a los montos colocados en el año 1999⁹. Según informaciones obtenidas los bonos colocados en el 99 estaban en la cartera del **BANDES** desde antes de Junio de 2002.

3- El 30/07 el Presidente del BCV envía opinión escrita al MF acerca de la operación. Dicha opinión ya se la había hecho saber Maximir Alvarez - quien se desempeña como Vicepresidente de Operaciones Nacionales en el Banco Central de Venezuela (BCV)- al Viceministro de Gestión Financiera en el despacho de Finanzas, Jesús Bermúdez. **La opinión es desfavorable a la operación en varios aspectos como ya lo han señalado diferentes medios de comunicación nacional.**

4- El día 01/08 el **BANDES** solicitó en el mercado secundario cotizaciones de DPN y compra al **Banco Occidental de Descuento** bonos con las mismas características en cuanto a emisión, clase, plazo para amortizar, porcentaje de referencia, etc., que los bonos adjudicados directamente a **CEDEL** por un monto de Bs. 10.000 millones a un precio de **91% en efectivo.**

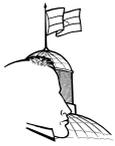
5- El MF emite un comunicado el 07/08 a las 4:16 p.m. (según REUTERS) convocando a tres subastas que se realizarían el 08/08/2002 a las 9:00 a.m., dentro de las cuales **no se encontraban los bonos de la**

⁶ Según El Universal del 13/08/2002

⁷ Según Tal Cual del 14/08/2002

⁸ Según Tal Cual del 14/08/2002 y El Universal del 13/08/2002

⁹ Al menos que se hubiesen colocado en el mercado más de dichos bonos mediante otros procesos de adjudicación directa, es decir, que no hayan pasado por un mecanismo de subasta por el BCV.



emisión reapertura 411. En una de las subastas de la mañana se colocaron Bs. 33.800 millones (100%) del monto ofertado, mientras que las otras dos quedaron desiertas.

CONVOCATORIA DE VENTA DE BONOS DPN (Efectivo -Certificados de Depósito)

El Banco Central de Venezuela actuando en su carácter de Agente Financiero del Gobierno Nacional (AFG) y por instrucciones del Ministerio de Finanzas, convoca a los inscritos en el Registro General del Banco Central de Venezuela para operaciones con títulos a participar en la colocación de Bonos DPN, con las siguientes características:

GAQUETA OFICIAL Y DORTO	68842	546
EMISION N° Y CLASE	411 (*)	I
DURACION DEL ACTO	12:00 M	12:30 PM
CODIGO DEL INSTRUMENTO	DP95005400059	
PLAZO	633	
MONTO A COLOCAR (MILL\$)	300.000	
FECHA DE PACTO	09082002	
FECHA VALOR	09082002	
FECHA DE VENCIMIENTO	07122004	
VIGENCIA CUPON	02082002	01082002
AMORTIZACION DE CAPITAL	UNICA AL VCTO	
TIPO DE INTERES	VARIABLE REV. TRI	
FRECUENCIA PAGO INTERESES	TRIMESTRAL	
MONTO MINIMO NEGOCIACION	10 MILL.	
PRECIO	PAR, DCTO., PRIMA	
DMS A COBRAR POR EL BOV	67	
PORCENTAJE DE REFERENCIA	95,80%	
TAM VIGENTE AL	170502 37,88%	
SISTEMA DE ADJUDICACION	MESA DE OPERACIONES	
TASA DE INTERES INICIAL	38,37% -11 vs. Cupón	

(*) Emisión reapertura con Emisión/Decreto Base: 5070572

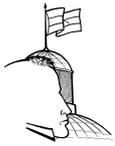
TAM: Tasa de interés anual promedio ponderada de los seis principales Bancos comerciales o universales del país con mayor volumen de depósitos, suministrada por el Banco Central de Venezuela. El porcentaje de referencia a utilizar para fijar cada cupón trimestral, será el equivalente al que resulte de dividir el rendimiento nominal establecido por el emisor entre la tasa activa de mercado (TAM), vigente a la fecha de colocación del título. La tasa de interés aplicable a un trimestre dado, será calculada multiplicando el porcentaje de referencia por la TAM vigente cinco (5) días hábiles bancarios previos al vencimiento del período trimestral anterior. La tasa de interés nominal será fijada por el emisor en el momento de la colocación. El primer cupón de cada clase será determinado de común acuerdo entre el Ministerio de Finanzas y el Banco Central de Venezuela a condiciones de mercado. A efectos del pago de los intereses devengados y no cobrados en el momento de la colocación, el Banco Central de Venezuela cobrará al comprador y depositará en la cuenta asignada al pago de cupones del bono de la Deuda Pública Nacional, las porciones de interés devengados del período en cuestión. El Banco Central de Venezuela, debitará de las cuentas de depósitos que mantengan en el Instituto, adicional al precio correspondiente, el monto de los intereses causados desde la fecha de inicio del cupón vigente hasta la fecha valor.

El valor efectivo de la operación será cancelado mediante el cargo a la cuenta de depósito de las instituciones participantes por un monto en bolívares equivalente al 30% del valor efectivo de la operación más la entrega de certificados de depósito emitidos por las instituciones participantes a nombre del Ministerio de Finanzas por los montos, plazos y tasas indicados a continuación: 24% del valor efectivo de la operación a 56 días al 30% de interés anual, 23% del valor efectivo de la operación a 91 días al 29% de interés anual y 23% del valor efectivo de la operación a 119 días al 28% de interés anual. Los Certificados de Depósito deberán ser consignados en la taquilla de la División de Custodia del Departamento de Valores del Banco Central de Venezuela antes de las 10:00 am de la fecha valor de la operación.

En el artículo 4º el significado de tasa de interés nominal es igual al de rendimiento nominal. El capital, los intereses y demás remuneraciones que reciben los tenedores de los Bonos de esta emisión, quedan exentos de tributos nacionales.

El Porcentaje de referencia que se establezca en la primera colocación regirá en cada clase hasta su vencimiento. Pago de interés y capital el mismo día de la fecha de vencimiento. Base de cálculo año comercial 360 días, meses de 30 días. Monto mínimo de negociación Bs. 10 Millones y múltiplos mínimos de Bs. un (1) millón. Las ofertas se recibirán a través de los teléfonos: 801-87-30 al 37. No se aceptará más de una postura por plazo. El B.C.V. adjudicará a favor de los participantes que hayan ofrecido los mayores precios. Si las ofertas presentadas fuesen por el mismo precio, excediendo en conjunto el cupo establecido, se adjudicará a prorrata. Si restase una porción que no pueda ser dividida por no ser múltiplo de un millón., la misma será adjudicada a oferentes con menor participación sobre ese remanente. Las operaciones con fecha valor el mismo día del pacto se debitarán antes de la 1:00 PM, mientras las operaciones con fecha valor diferente al pacto se debitarán antes de las 11:00 AM, del día de la fecha valor. Dichos fondos deberán estar depositados en las respectivas cuentas únicas de las instituciones favorecidas. En la fecha de pacto las instituciones deberán enviar telex testado antes de las 4:00 PM, excepto las operaciones con fecha de pacto y valor el mismo día, las cuales deberán enviarlas antes de las 12:30 PM. Si el ente favorecido no cancela la operación, se anulará y el participante se excluirá del Registro General del Banco Central de Venezuela para operaciones con títulos.

CARACAS, 8 de Agosto de 2002



6- El MF emite un comunicado a través del BCV- después de que se realizaron las subastas de la mañana y próximo a la hora de almuerzo- el mismo día 08/08 a las 11:46 a.m (según pantalla REUTERS) convocando una subasta por bonos con las mismas características financieras y forma de pago que los bonos adjudicados a CEDEL y correspondiente a la misma **emisión reaperturada 411**. La subasta se realizaría entre las 12:00 p.m. y las 12:30 p.m. del mismo día 08/08. En la tabla anterior presentamos la convocatoria del BCV, la cual se mantiene todavía en su página de Internet, pero donde no se especifica a qué hora exactamente la misma apareció en pantalla del ente emisor¹⁰.

A continuación se presentan las convocatorias que aparecieron en la pantalla de REUTERS, poco antes de la subasta. En ellas, en la parte superior izquierda se muestra a qué hora se introdujo la información en la pantalla de REUTERS. La primera se hizo a las 11:46 a.m. y la segunda a las 12:14 p.m.

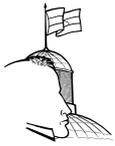
Hora de la convocatoria

```
Printed By Reuters : Thursday, 8 August 2002 11:46
11:46 08AUG02 BANCO CENTRAL DE VENEZUELA
***** SUBASTA DE TITULOS DE LA DEUDA PUBLICA NACIONAL
EMISION Y DECRETO BASE 36842 546
GACETA OFICIAL Y DECRETO 411 (*) I
EMISION N° Y CLASE 12:00M - 12:30PM : - :
DURACION DEL ACTO DPBS00546I0039
CODIGO DEL INSTRUMENTO 833 Nota:Ver pag
PLAZO 300000
MONTO A COLOCAR (Mill Bs) 08/08/02 / /
FECHA DE PACTO 09/08/02 / /
FECHA VALOR 01/12/04 / /
FECHA DE VENCIMIENTO 02/06/02-01/09/02 / / - / /
VIGENCIA CUPON AMORTIZACION DE CAPITAL UNICA AL VCTO
TIPO DE INTERES VARIABLE REV. TRI
FRECUENCIA PAGO INTERESES TRIMESTRAL
MONTO MINIMO NEGOCIACION 10 MILL.
PRECIO PAR, DCTO., PRIMA
DIAS A COBRAR POR EL BCV 67
PORCENTAJE DE REFERENCIA 95,60%
TMM VIGENTE AL 17/05/02 37,99%
SISTEMA DE ADJUDICACION MESA DE OPERACION
TASA DE INTERES INICIAL 36,32% 11 vo.CUPO
(**) COMUNICADOS (BCV47), (BCV48) y (BCV49)
```

Nótese que en esta primera convocatoria no se hace la aclaratoria de que la misma corresponde a una emisión reaperturada con base al Decreto 1.572, y emisión 507, información que sí aparece en la convocatoria que presentamos anteriormente del BCV. Es por esta razón que REUTERS corrige la información (agregándola en la penúltima línea de la misma) y la publica nuevamente con otra hora, es decir a las 12:14 p.m.

```
Printed By Reuters : Thursday, 8 August 2002 14:01
12:14 08AUG02 BANCO CENTRAL DE VENEZUELA V260144 BCV05
***** SUBASTA DE TITULOS DE LA DEUDA PUBLICA NACIONAL - DPN *****
EMISION Y DECRETO BASE 36842 546
GACETA OFICIAL Y DECRETO 411 (*) I
EMISION N° Y CLASE 12:00M - 12:30PM : - :
DURACION DEL ACTO DPBS00546I0039
CODIGO DEL INSTRUMENTO 833 (Nota:Ver pag (BCV48)
PLAZO 300000
MONTO A COLOCAR (Mill Bs) 08/08/02 / / / /
FECHA DE PACTO 09/08/02 / / / /
FECHA VALOR 01/12/04 / / / /
FECHA DE VENCIMIENTO 02/06/02-01/09/02 / / - / / / / /
VIGENCIA CUPON AMORTIZACION DE CAPITAL UNICA AL VCTO
TIPO DE INTERES VARIABLE REV. TRI
FRECUENCIA PAGO INTERESES TRIMESTRAL
MONTO MINIMO NEGOCIACION 10 MILL.
PRECIO PAR, DCTO., PRIMA
DIAS A COBRAR POR EL BCV 67
PORCENTAJE DE REFERENCIA 95,60%
TMM VIGENTE AL 17/05/02 37,99%
SISTEMA DE ADJUDICACION MESA DE OPERACION
TASA DE INTERES INICIAL 36,32% 11 vo.CUPO
(**) EMISION REAPERTURADA CON EMISION/DECRETO BASE: 507/1572
( COMUNICADOS (BCV47), (BCV48) y (BCV49)
```

¹⁰ No se conoce con certeza la hora y el día en que el Ministerio pasó la solicitud al BCV de que se realizara la convocatoria. Sin embargo, se sabe con certeza que la primera convocatoria a la subasta del día 08/08 fue publicada ese mismo día a las 11:46 a.m.



Se colocan Bs. 38.000 millones de una oferta de Bs. 300.000 millones. En esta subasta el precio promedio de las colocaciones fue de 78,50%, con el mismo régimen de financiamiento establecido en la adjudicación directa. Compran los bancos **Caroní** (a 78%), **Provincial** (a 78,75%) y **Bolívar** (a 82%)¹¹.

7- El mismo día 08/08 aproximadamente a las **3 p.m.** el Diputado Alejandro Armas hace la denuncia pública de la adjudicación directa a CEDEL y de los términos financieros de dicha operación a través de Globovisión.

8-El mismo día 08/08 a las **4:38 p.m.** el Ministerio de Finanzas emite un comunicado convocando a una subasta por bonos con las mismas características financieras que los bonos adjudicados a CEDEL, cambiando la forma de pago, esta vez en efectivo. La subasta se realizaría entre las 9:00 a.m. y las 10:00 a.m. del día 09/08 (según REUTERS).

```
Printed By Reuters : L.R. Friday, 9 August 2002 09:33:24
16:38 08A0302 BANCO CENTRAL DE VENEZUELA VE60144 BCVD
***** SUBASTA DE TITULOS DE LA DEUDA PUBLICA NACIONAL - DEM *****
```

GAC OFI Y DECRETO	36973	864	36842	546	37051	996
EMISION N° Y CLASE	436 (*) E		411 (*) I		2da. (*) E	
DURACION DEL ACTO	09:00AM - 10:00AM		09:00AM - 10:00AM		09:00AM - 10:00AM	
CODIGO DEL INSTRUMENTO	DFBS00864E0016		DFBS00546I0039		DFBS00996E0069	
PLAZO	305		833		415	
MONTO A COLOCAR (Mill Bs)	47300		50000		50000	
FECHA DE PACTO		09/08/02		09/08/02		09/08/02
FECHA VALOR		09/08/02		09/08/02		09/08/02
FECHA DE VENCIMIENTO		14/06/03		01/12/04		04/10/03
VIGENCIA CUPON	14/06/02-14/09/02		02/06/02-01/09/02		04/07/02-04/10/02	
AMORTIZACION DE CAPITAL	UNICA AL VCTO		UNICA AL VCTO		UNICA AL VCTO	
TIPO DE INTERES	VARIABLE REV. TRI		VARIABLE REV. TRI		VARIABLE REV. TRI	
FRECUENCIA PAGO INTERESES	TRIMESTRAL		TRIMESTRAL		TRIMESTRAL	
MONTO MINIMO NEGOCIACION	10 MILL.		10 MILL.		10 MILL.	
PRECIO	PAR, DCTO., PRIMA		PAR, DCTO., PRIMA		PAR, DCTO., PRIMA	
DIAS A COBRAR POR EL BCV	55		67		35	
PORCENTAJE DE REFERENCIA	88,61%		95,60%		88,61%	
TAM VIGENTE AL	31/05/02 36,39%		17/05/02 37,99%		21/06/02 35,16%	
TEMA DE ADJUDICACION	MESA DE OPERACION		MESA DE OPERACION		MESA DE OPERACION	
SA DE INTERES INICIAL	32,25% 9 vo.CUPON		36,32% 11 vo.CUPON		31,16% 8 vo.CUPON	
REAPERTURADA CON EMISION/DTO BASE:	507/1572					
VER COMUNICADO PAG <BCV30><BCV31>						

9- El 09/08 se realiza la subasta y se colocan Bs. 24.470 millones, **a un precio de 78,46% en efectivo**. Según Eligio Cedeño, **“buena parte de esta colocación también la adquirió CEDEL”**¹². El precio se ubicó entre 78% y el 79%. Ahora bien, también cabe la posibilidad de que parte de esta colocación la haya adquirido **La Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo**¹³ ya que se sabe que participó en las subastas de los bonos de la emisión 411 llevadas a cabo entre el 08/08 y el 09/08. Incluso el Ministro de Finanzas confirmó este hecho en la interpelación que le hiciera la Sub-Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional el día 04/09/2002.

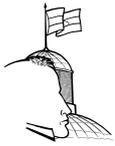
10- El 21/08 los diputados del Grupo de Opinión Solidaridad formalizan de manera escrita y ante la Comisión Permanente de Contraloría la petición de que se haga una investigación de la adjudicación directa de bonos hecha a la CEDEL Casa de Bolsa por posible daño patrimonial a la Nación.

Hasta aquí la descripción de los hechos más destacados que ocurrieron en torno a la adjudicación directa y a las dos subastas subsiguientes relacionadas con los bonos de la emisión reaperturada 411. Ahora pasamos a hacer el análisis financiero de la adjudicación, el cual permite determinar, con base a la información disponible hasta la fecha, si la operación fue conveniente para la nación.

¹¹ Según REUTERS y El Universal del 09/08/2002 y del 13/08/2002.

¹² Según Tal Cual del 15/08/2002. Aunque en la interpelación que le hiciera la Sub-Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional dijo que no había participado en las subastas.

¹³ Según Tal Cual del 19/08/2002



II. Análisis financiero y consideraciones sobre el precio

Esta sección analiza las condiciones financieras de la operación de adjudicación directa de bonos de DPN realizada por el Ministerio de Finanzas el 26 de julio de 2002. Se describen los términos precisos de la operación, así como varias de las formas que se han usado para establecer el costo financiero para el Estado. En la parte siguiente hacemos un análisis de las condiciones de mercado prevalecientes para el momento, que permiten obtener una aproximación objetiva de las alternativas que se encontraban a disposición del Estado.

II.1 Los términos de la adjudicación directa:

Monto Adjudicado: Bs. 190.000 Millones

Plazo de los Bonos: 845 días

Porcentaje de Referencia: 95,6% de la Tasa Activa del Mercado (TAM). Esto implica un cupón de 36,32% anual (tasa de interés que paga el Estado sobre el valor facial de la emisión).

Precio de la adjudicación directa: 78% del valor nominal

Forma de Pago: - 30% en efectivo al momento de la colocación

- 23% en Certificado de Depósito (CD) a 60 días a una tasa de 30%

- 23% en CD a 90 días a una tasa de 29%

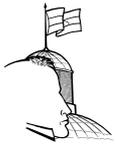
- 24% en CD a 122 días a una tasa de 28%

Estos términos indican que el Estado otorgó a CEDEL Casa de Bolsa bonos de Deuda Pública Nacional (DPN) por un monto de Bs. 190.000 millones y sobre los cuales pagará un interés anual de 95,6% de la tasa activa del mercado (TAM). La TAM de referencia que se usa para el pago de los intereses (que se hace al final de cada 90 días) es la vigente 5 días hábiles bancarios antes del comienzo de cada trimestre. El 27 de mayo de 2002 la TAM era de 37,99%, a la cual se le aplica el 95,6% y se obtiene el 36,32% indicado arriba¹⁴.

El precio de 78% del valor nominal quiere decir que el Estado, a pesar de otorgar títulos por Bs. 190.000 millones, recibe el 78% de este monto¹⁵, es decir, Bs. 148.200 millones. Las condiciones de pago establecen que de estos Bs. 148.200 millones el Estado recibe en efectivo el 30% al día hábil siguiente a la operación, es decir, Bs. 44.460 millones. El restante 70% se distribuye en certificados de depósito a las tasas que se indica arriba: el 23% del monto de la colocación (Bs. 34.086 millones) más los intereses generados al 30% anual por 60 días (Bs. 1.746,88 millones) los recibe el Estado el día 24 de septiembre de 2002; el segundo 23% del monto colocado (Bs. 34.086 millones) más los intereses generados al 29% anual por 90 días (Bs. 2.561,95 millones) los recibe el Estado el día 24 de octubre de 2002 y finalmente, el

¹⁴ La fecha correcta es el 27/05/2002 para fijar la TAM del cupón que comienza a partir del 02/06 de acuerdo al Decreto 546 de la emisión 411. En todas las convocatorias aparece la fecha del 17/05/2002 la cual es incorrecta, no obstante en este caso no hay diferencia puesto que la TAM para ambas fechas fue la misma, es decir, 37,99 %.

¹⁵ Hay que notar que la colocación de títulos a menos de su valor nominal es una práctica normal y se denomina "colocación a descuento". Cuando se hace una colocación al 100% del valor nominal se le denomina colocación "a la par" y cuando se hace a más del 100% se denomina "con prima".



24% restante más los intereses generados por 122¹⁶ días al 28% (Bs. 3.538,88 millones) los recibe el Estado el día 25 de noviembre de 2002.

Por otra parte, el Estado pagó a los tenedores de los bonos un cupón que en total suma Bs. 17.251,2 millones (por los Bs. 190.000 millones) el 1 de septiembre de 2002. El segundo cupón lo pagará el 1 de diciembre y en total sumará Bs. 13.618,25 millones; el monto exacto de los cupones futuros se determina de acuerdo a la tasa activa del mercado 5 días antes del vencimiento del cupón vigente.

Es importante resaltar que es técnicamente deficiente comparar el retorno de los certificados de depósito (CD) con la tasa de interés (cupón) que se paga sobre los bonos (DPN) emitidos por el Estado. Esto se debe a que los dos instrumentos financieros (bonos de DPN y CD) tienen plazos diferentes y por tanto es natural que tengan tasas de interés diferentes¹⁷. El análisis adecuado toma en consideración la totalidad de los flujos financieros de la operación y determina el costo efectivo esperado anual de la operación hasta el vencimiento para el Estado. Una vez que se determina el costo esperado al vencimiento de la operación en su totalidad, puede compararse con las alternativas que ofrecía el mercado.

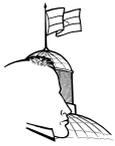
En primer lugar debemos determinar el costo al vencimiento de la operación tal y como fue ejecutada. El procedimiento para hacer este cálculo consiste en determinar el valor de cada flujo financiero (a favor y en contra del Estado), ubicar cada uno en la fecha que le corresponde y luego determinar la tasa de interés anual que iguala el valor presente (al 26 de julio de 2002) de los flujos positivos con los negativos.

En la discusión pública de esta operación se ha generado cierta polémica en torno a la forma adecuada de determinar los flujos financieros que sirven de base para el cálculo del valor presente. Con el fin de proveer a la Asamblea Nacional en general y a la Comisión de Contraloría en particular una perspectiva amplia sobre este tema, a continuación hacemos algunas aclaratorias de definiciones y luego describimos con detalle cada una de las alternativas que se han considerado públicamente.

1) **Intereses Acumulados**: Nótese que el cupón se paga cada 90 días; el primer cupón que pagó el Estado por esta colocación correspondió al 01 de septiembre de 2002. Este cupón corresponde a 90 días, pero la operación de adjudicación se realizó 36 días antes del 01 de septiembre. Esto quiere decir que cuando el tenedor de los bonos recibe los Bs. 17.251,2 millones el 01 de septiembre, recibe, en efecto, intereses por 54 días en los que no tuvo el bono en sus manos. Por ésta razón, la práctica corriente es que el comprador paga al vendedor del bono (en este caso el Estado) los intereses acumulados (intereses caídos o cupón caído) desde el comienzo de los 90 días (a los cuales corresponde el primer cupón) hasta la fecha de la operación, en este caso, ese monto se calcula de la siguiente forma: si el bono paga Bs. 17.251,26 millones por 90 días, ¿cuánto de eso corresponde a los primeros 54 días? Como el cupón es un monto fijo para cada trimestre, el monto diario es fijo e igual a Bs. 191,68 millones. Este monto multiplicado por 54 días es igual a Bs. 10.350,76 millones, que es el monto adicional que pagó CEDEL Casa de Bolsa al Estado el día de la operación.

¹⁶ Fuentes oficiales colocan el vencimiento del tercer CD a los 120 días quizá sin advertir que el 23 de noviembre es sábado. El Sr. Eligio Cedeño ha indicado que el tercer CD vence el lunes 25 de noviembre de 2002, es decir, a los 122 días.

¹⁷ Un punto sobre el que comentaremos más adelante es la posibilidad de que el financiamiento en esta operación sea irrelevante. Es decir, lo único que importa es el valor presente de los CD, lo cual es equivalente a descontar cada CD al 26 de julio utilizando la tasa que rinde cada uno. La implicación que esto tiene es que puede hacerse una comparación directa entre un título financiado y uno cancelado en efectivo.



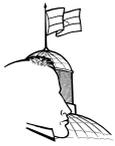
2) **Tasa de interés futura:** Las condiciones de los bonos de DPN indican claramente que el cupón es variable, es decir, dado que el cupón depende de la tasa activa del mercado, sí se espera que las tasas en el futuro sean más bajas que en la actualidad (o que la tasa con la que se fijó el cupón vigente) entonces esto debería tomarse en consideración al momento de calcular el monto de los flujos financieros que se esperan. Esto conduce a que al momento de realizar una transacción con DPN la expectativa sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés sea importante. Dependiendo de la forma en que se forme esta expectativa, un agente puede asignarle un mayor o menor valor al bono al momento de adquirirlo. Luego de consultar con varios operadores en el mercado de títulos de renta fija Venezolano concluimos que la práctica común es proyectar la tasa de interés hacia el futuro como una constante igual a la tasa del cupón vigente o a la tasa vigente el día antes de la operación, dependiendo de la cercanía del vencimiento del cupón.

En mercados financieros desarrollados, el comportamiento de las tasas de interés en el futuro se puede proyectar haciendo uso de la curva de rendimiento de un instrumento altamente líquido. Por ejemplo, los títulos de deuda pública del Tesoro Norteamericano sirven de base para hacer esta proyección: Comparando el rendimiento de un título a 2 años con el de uno a un año, se obtiene la tasa esperada (cero-riesgo) de rendimiento para ese título dentro de un año. En Estados Unidos esto es particularmente importante, ya que la tasa de la deuda pública es la tasa marcadora del mercado, pero en principio puede hacerse la misma operación para cualquier otro instrumento, independientemente del riesgo. Esta proyección no es factible en Venezuela en vista de que el mercado de títulos de deuda (pública y privada) es poco profundo y como consecuencia las curvas de rendimiento son poco estables.

El Sr. Eligio Cedeño, en sus declaraciones ante la Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional, manifestó haber calculado el rendimiento al vencimiento de la operación en 42%. Para esto ha usado el argumento de que la tasa de interés del segundo cupón ha bajado a 28,67% (que se determinó el 27 de agosto de 2002) y que por tanto sólo el primer cupón fue de Bs. 17.251,2 millones (que se pagó el lunes 2 de septiembre) mientras que los demás (hasta el vencimiento) se estimaban en aproximadamente Bs. 13.618,25 millones. Estas declaraciones carecen de sentido común, ya que son inconsistentes con la sucesión de los hechos, pues el día de pacto de la operación (25 de julio de 2002) no se conocía la tasa que prevalecería el 16 de agosto.

El Ministerio de Finanzas, por su parte, hace el supuesto de que la tasa relevante para proyectar los cupones futuros es la tasa activa del mercado (TAM) vigente el día antes de la fecha “valor” de la operación. Es decir, dado que el 25 de julio la TAM se ubicó en 31,42%, los cupones posteriores al primero (correspondiente al 1 de septiembre) se proyectan con una tasa de 30,04%, que es el 95,6% de 31,42%. Este supuesto, a pesar de no estar alineado con las impresiones recogidas por esta oficina de los participantes en el mercado, resulta razonable; por lo tanto, lo usaremos para todos los cálculos subsiguientes. Esto provee la ventaja de que hace posible comparar de manera precisa los cálculos hechos por la OAEF y los del MF.

El Cuadro No.1 presenta los flujos financieros (valores positivos representan dinero que el Estado recibe y valores negativos representan erogaciones del Estado) bajo dos supuestos alternativos sobre los intereses “caídos”. Como se señaló anteriormente, el día de la operación el Estado no solo recibe el 30% de los Bs. 148.200 millones (Bs. 44.460 millones), sino que también recibe Bs. 10.350,76 millones por los intereses acumulados. El MF ha sugerido que para el cálculo del costo efectivo de la operación, debe



incluirse este monto por intereses acumulados en el flujo inicial. La segunda columna del Cuadro No. 1 presenta los flujos financieros de la operación hasta su vencimiento sin incluir el cupón caído en el flujo inicial, la tercera presenta los flujos con el cupón caído y la cuarta muestra los flujos financieros presentados por el MF ante la Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional. La última fila del cuadro muestra la tasa de interés anual que paga el Estado por recibir los flujos positivos dado que paga los negativos, esto es el costo al vencimiento¹⁸. Nótese que incluir el cupón caído en el flujo inicial tiene un impacto importante en el costo para el Estado.

Cuadro No. 1

Fecha	Sin Cupón caído y con tasa variable	Con Cupón caído y con tasa variable (OAEF)	Con Cupón caído y con tasa variable (MF)
26-Jul-02	44.460,00	54.810,76	54.811,20
1-Sep-02	-17.251,26	-17.251,26	-17.252,00
24-Sep-02	35.832,88	35.832,88	35.811,60
24-Oct-02	36.647,95	36.647,95	36.617,44
25-Nov-02	39.106,88	39.106,88	39.065,94
1-Dic-02	-14.267,82	-14.267,82	-14.261,90
1-Mar-03	-14.267,82	-14.267,82	-14.261,90
1-Jun-03	-14.267,82	-14.267,82	-14.261,90
1-Sep-03	-14.267,82	-14.267,82	-14.261,90
1-Dic-03	-14.267,82	-14.267,82	-14.261,90
1-Mar-04	-14.267,82	-14.267,82	-14.261,90
1-Jun-04	-14.267,82	-14.267,82	-14.261,90
1-Sep-04	-14.267,82	-14.267,82	-14.261,90
1-Dic-04	-204.267,82	-204.267,82	-204.261,90
Costo Anual al Vencimiento	54,05%	48,27%	48,30%

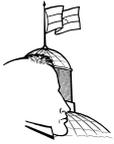
La razón por la que se incluye la cuarta columna en el cálculo es que ha y una pequeña discrepancia entre los montos de los flujos financieros publicados por el MF y los que pueden calcularse con base en la información que se ha hecho pública¹⁹. La diferencia entre el costo calculado en la tercera y cuarta columna no es importante, lo que sí es importante es que el costo al vencimiento de los flujos publicados por el MF es 48,30% y no 46,70% como se señala en su declaración ante la Asamblea Nacional.

Con el objeto de que el cálculo de la tasa interna de retorno (TIR, que es lo mismo que el costo al vencimiento) quede claro, el Cuadro No. 2 muestra los mismos flujos financieros pero descontados al día 26 de julio con las tasas señaladas en la última fila del Cuadro No. 1.

¹⁸ **Nota técnica:** Esta tasa se calcula con capitalización trimestral, que es la que utiliza el MF. Esta tasa puede obtenerse bien sea definiendo la duración de cada flujo con base en periodos de 90 días (e.g. para calcular el valor presente de un flujo 122 días en el futuro, se descuenta por $122/90=1,3555$ periodos). También puede obtenerse descontando los flujos diarios y luego convirtiendo la tasa con capitalización diaria en capitalización trimestral con la fórmula:

$i_{Trim} = 4[(1 + (i_{día} / 360))^{360/4} - 1]$ donde i_{Trim} e $i_{día}$ son las tasas anuales de capitalización trimestral y diaria respectivamente.

¹⁹ **Nota técnica:** La diferencia en el flujo inicial surge porque el MF utiliza un método de redondeo de las tasas de interés que la OAEF no emplea. Por ejemplo, el MF utiliza 36,32% para el cálculo del primer cupón, mientras que la OAEF utiliza 36,31844%, que es exactamente el 95,6% de 37,99% (TAM del 17/05/02).



Cuadro No. 2

	Sin Cupón caído y con tasa variable	Con Cupón caído y con tasa variable (OAEF)	Con Cupón caído y con tasa variable (MF)
Valor el 26/07/02	44.460,00	54.810,76	54.811,20
Valor el 26/07/02	-16.421,54	-16.503,58	-16.503,90
Valor el 26/07/02	32.929,42	33.211,96	33.190,89
Valor el 26/07/02	32.285,19	32.701,59	32.672,37
Valor el 26/07/02	32.933,26	33.510,37	33.472,52
Valor el 26/07/02	-11.964,77	-12.179,64	-12.173,55
Valor el 26/07/02	-10.540,42	-10.868,10	-10.862,00
Valor el 26/07/02	-9.285,64	-9.697,79	-9.691,76
Valor el 26/07/02	-8.180,22	-8.653,50	-8.647,59
Valor el 26/07/02	-7.206,41	-7.721,67	-7.715,92
Valor el 26/07/02	-6.348,52	-6.890,18	-6.884,63
Valor el 26/07/02	-5.592,76	-6.148,22	-6.142,90
Valor el 26/07/02	-4.926,97	-5.486,16	-5.481,08
Valor el 26/07/02	-62.140,63	-70.085,83	-70.043,64
Suma	0.00	0.00	0.00

La forma en que se calcula cada uno de estos valores presentes es de acuerdo a la siguiente formula:

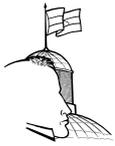
$$VP = \frac{VC}{\left[1 + \frac{TIR}{4}\right]^{días/90}}$$

donde VP es el valor presente, VC es el valor corriente, TIR es la Tasa Interna de Retorno (costo al vencimiento) y $DIAS$ es el numero de días entre la fecha del flujo y el 26 de julio de 2002. A modo de ejemplo, supóngase que se quiere descontar al presente el flujo correspondiente al 1 de diciembre de 2004: el VC es -204.267,82, la TIR es 48,27% y el número de días es 845. Véase que 845/90 es 9,3888 y que 48,27%/4 es 12,0675%, entonces:

$$\frac{-204.267,82}{(1 + 0,120675)^{9,3888}} = \frac{-204.267,82}{2,914467} = -70.085,83$$

que es el valor presente del último flujo en la segunda columna del Cuadro No. 1.

Es relevante hacer la aclaratoria de que la razón por la cual el costo al vencimiento (54,05% ó 48,27%) difiere de la tasa del cupón (36,32%) es que el primero se calcula con base en los flujos de dinero que efectivamente recibe la Nación (el 78% del valor nominal, los Bs. 148.200 millones) mientras que la segunda es la tasa que se paga sobre el valor nominal de la colocación (Bs. 190.000 millones).



Cupón caído no entra en el cálculo del precio

Es importante resaltar que la práctica normal en el mercado de títulos de renta fija (como se les llama a este tipo de instrumento financiero) es que el monto correspondiente a los intereses acumulados a la fecha de la operación no entra en el cálculo del precio. Hemos visto que incluir intereses acumulados afecta de manera importante el costo al vencimiento de la operación, sin embargo, cuando un operador ofrece a otro un determinado precio por un bono, típicamente se refiere al porcentaje del valor nominal del bono que está dispuesto a pagar sin incluir los intereses acumulados. Por ejemplo, supóngase que un operador le vende a otro un bono de valor facial igual a Bs. 100 a un precio de 80%, además, suponga que a la fecha de la operación, los intereses acumulados son Bs. 10; entonces, a pesar de que el vendedor del bono recibe Bs. 90 en la fecha “valor” de la operación (que representa el 90% del valor facial), el precio al que se registra la operación es 80%.

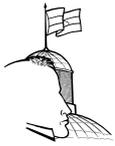
Esta es la diferencia entre lo que se conoce como “precio flat” y “precio full”, el primero no incluye los intereses acumulados y el segundo sí. En el ejemplo anterior, el precio flat es 80% y el precio full es 90%. Una de las razones básicas por las que ésta es una práctica común en Venezuela (y en la mayoría de los mercados de renta fija en el mundo) es que dado que el cupón caído cambia todos los días (cada día se suma un día adicional de intereses) el precio tendría que cambiar sólo por el pasar del tiempo y no por cambios en las condiciones del mercado.

La implicación más importante de este hecho para los efectos de este informe, es que la información de precios sobre el mercado secundario se refiere a precios “flat”. Esto quiere decir que el costo al vencimiento de 48,27% no es directamente comparable con los rendimientos calculados a partir de los precios en el mercado secundario. La tasa que es comparable con los rendimientos observados en el mercado (es decir, precios publicados en REUTERS) es 54,05%, es decir, la que corresponde a los flujos que no incluyen el cupón caído en el cálculo del rendimiento²⁰.

De todas formas el Estado gana con el pago del cupón caído

Ha de notarse, sin embargo, y a pesar de que el MF no haya hecho referencia a este punto, que cuando el Estado recibe el monto de los intereses acumulados con 36 días de anticipación, se genera una ganancia debido a que al vencimiento del cupón (cuando paga los Bs. 17.251,26 millones) el Estado devuelve al tenedor del bono los mismos Bs. 10.350,76 millones, lo cual implica que por 36 días el Estado se logró financiar gratuitamente por este monto. La ganancia es, entonces, el monto total de intereses que hubiese tenido que cancelar por financiar Bs. 10.350,76 millones durante 36 días. Utilizando el costo normal de financiamiento para el Estado en los últimos meses (40% anual) como tasa de referencia, esta ganancia fue por aproximadamente Bs. 414 millones. Correspondería incluir este monto en el flujo positivo del Cuadro No. 1 el 26 de julio de 2002, sin embargo, tendría que incluirse también en los cálculos subsiguientes, con lo que no alteraría el análisis sobre el costo de oportunidad (alternativas que tuvo el Estado para la colocación de estos bonos) de la operación.

²⁰ La OAEF ha realizado una amplia consulta con participantes en el mercado financiero venezolano para verificar que esta es la comparación adecuada.



II.2 ¿Qué Ofrecía el Mercado?

La OAEF ha consultado con numerosos expertos sobre el tema de las finanzas a los efectos de hacer una evaluación objetiva de las condiciones financieras de la operación en el contexto del mercado venezolano. Entre los expertos consultados se encuentran los miembros del Centro de Finanzas del Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA) y varios participantes directos en el mercado. Una de las conclusiones importantes que se han desprendido de este proceso, es que la poca profundidad del mercado de renta fija en Venezuela hace sumamente difícil la evaluación exacta de las condiciones del mercado para el día 26 de julio de 2002.

Idealmente, habría un mercado extenso para los bonos 546 o similares con grandes números de transacciones diarias y montos significativos. Esto permitiría medir con objetividad la valoración hacia el mercado de los referidos bonos con el fin de compararla con los términos de la adjudicación directa. Sin embargo, esta alternativa no se encuentra disponible, con lo que desde el punto de vista académico no es posible hacer tal comparación. Esto no quiere decir que no exista información que resulte útil para evaluar los méritos y deméritos de la adjudicación directa del 26 de julio; en efecto, sí se han realizado operaciones en el mercado secundario que sirven de referencia para la valoración de los bonos 546.

Lamentablemente, los referidos bonos (Decreto 546) no fueron transados en el mercado secundario en el mes de julio, con lo que evaluar las condiciones del mercado de estos bonos para el 26 de julio es difícil. Sin embargo, pueden identificarse otros bonos que sí se transaron durante el mes de julio y que tienen plazos de maduración similares a los 546.

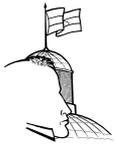
El mercado secundario es donde los agentes financieros compran y venden títulos públicos en circulación, es decir, títulos que el Estado ya ha colocado en emisiones primarias. Las operaciones de compra y venta en este mercado se registran en el Banco Central de Venezuela y son publicadas en REUTERS. Cuando la operación entre dos agentes se realiza sin uso de las cuentas de los agentes en el BCV, se registra (y publica) el monto (valor facial) de la operación pero no el precio; mientras que cuando las instituciones cancelan los bonos a través del BCV se registra también el precio y se publica en REUTERS²¹.

II.3 Títulos de DPN con plazo mayor a 800 días

En vista de que sólo se dispone de la información de precios para operaciones publicadas en la página de REUTERS BCV022, el número de transacciones disponibles para el análisis no es el total de operaciones realizadas en el mercado secundario. Sin embargo, es la única referencia sobre el mercado que se encuentra disponible, y la que es utilizada rutinariamente por los operadores financieros para el cálculo de sus posiciones de precio (precios a los que están dispuestos a comprar y vender).

En vista de que el mercado es pequeño y poco desarrollado, la volatilidad de tasas y precios puede

²¹ La página de REUTERS donde se publican tanto los precios como los montos de las transacciones es la BCV022 y se denomina: "Mercado Secundario: Operaciones de compra-venta definitiva", y la página donde se publican las transacciones sin precio es la BCV023 y se denomina: "Mercado Secundario: Operaciones de Traspaso sin Afectación Financiera del BCV".



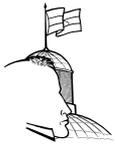
ser significativa, con lo que posiblemente la mejor referencia para la evaluación del mercado sean transacciones realizadas en el mes de julio. El Cuadro No. 3 muestra el Decreto, la fecha, el plazo, el monto (valor facial), el precio promedio ponderado y el rango de precios de operaciones de DPN en el mercado secundario con títulos de plazo mayor a 800 días.

Cuadro No. 3 Operaciones Mercado Secundario, julio 2002

Decreto	Fecha	Plazo	Monto (MM de Bs.)	Precio Promedio	Mínimo	Máximo
938	3-Jul-02	1122	430,71	82,8750	82,0000	83,5000
938	17-Jul-02	1108	1.100,00	79,0625	79,0625	79,0625
938	19-Jul-02	1106	93,00	78,0000	78,0000	78,0000
938	22-Jul-02	1103	1.195,00	79,4503	78,8750	79,5000
938	25-Jul-02	1100	1.200,00	79,3875	79,3750	79,4000
938	29-Jul-02	1096	785,73	79,1441	78,5500	79,5000
938	30-Jul-02	1095	1.550,00	81,0161	79,2500	84,0000
1068 G	9-Jul-02	841	630,00	100,0000	100,0000	100,0000
1068 G	10-Jul-02	840	1.630,00	88,9113	82,0000	99,8816
1068 G	11-Jul-02	839	2.280,00	83,5630	81,0000	85,0000
1068 G	12-Jul-02	838	1.300,00	83,8990	83,6875	84,5000
1068 G	18-Jul-02	832	146,89	78,7500	78,7500	78,7500
1068 G	29-Jul-02	821	500,00	83,0000	83,0000	83,0000
1068 G	31-Jul-02	820	500,00	83,1875	83,1875	83,1875
1068 H	1-Jul-02	1029	3.991,45	85,9163	82,0000	86,5000
1068 H	8-Jul-02	1022	2.887,85	81,4179	80,0000	82,0000
1068 H	9-Jul-02	1021	4.274,00	80,4801	80,0000	81,7500
1068 H	10-Jul-02	1020	2.296,91	80,0000	80,0000	80,0000
1068 H	11-Jul-02	1019	2.689,32	81,3768	79,8750	82,0000
1068 H	12-Jul-02	1018	165,45	80,5000	80,5000	80,5000
1068 H	15-Jul-02	1015	600,00	80,8438	80,8125	80,8750
1068 H	17-Jul-02	1013	979,20	80,2553	80,0000	80,5000
1068 H	18-Jul-02	1012	27,23	80,0000	80,0000	80,0000
1068 H	19-Jul-02	1011	492,91	79,7896	78,0000	79,9000
1068 H	22-Jul-02	1008	2.344,13	81,9242	80,2500	83,7500
1068 H	23-Jul-02	1007	3.973,23	80,7390	79,3750	83,7500
1068 H	25-Jul-02	1005	154,01	79,5000	79,5000	79,5000
1068 H	29-Jul-02	1001	500,00	81,0000	81,0000	81,0000
1068 H	31-Jul-02	1000	151,54	80,3000	80,3000	80,3000

Fuente: REUTERS

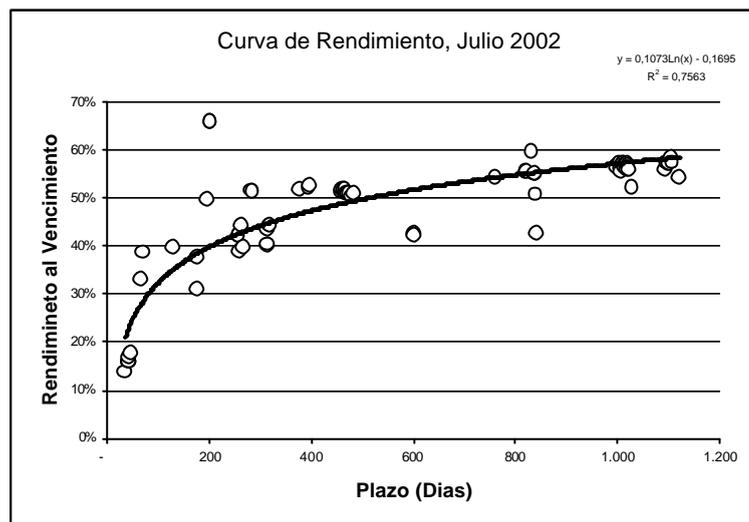
De la misma forma como se calcula el costo al vencimiento de la operación de adjudicación directa de los bonos 546, se puede calcular el rendimiento al vencimiento de cada una de estas operaciones. El cupón vigente para el momento de todas estas operaciones oscila entre 42,60% y 42,80%, lo cual implicaría un rendimiento al vencimiento muy elevado de proyectarse este alto cupón hasta el vencimiento. Tal y como hace el MF para los cupones de los bonos de la adjudicación directa, es razonable hacer proyecciones similares de tasas para el cálculo del rendimiento al vencimiento de cada uno de estos bonos.



Con el objeto de hacer comparaciones relevantes, para cada una de las operaciones mencionadas arriba, tomamos la TAM vigente el día anterior a la fecha valor de cada operación y la usamos para proyectar la TAM para cupones futuros. Los porcentajes de referencia de estos bonos son: 89,45% para los 938, 89,03% para los 1068 G y 89,20% para los 1068 H. De manera similar a los cálculos del MF sobre la operación de adjudicación directa, el rendimiento efectivo de estas operaciones se reduce de manera significativa al hacer esta operación en vista de que el cupón de 42,60% corresponde a un periodo de tasas anormalmente elevadas. El rendimiento al vencimiento promedio de todas las operaciones (aplicando la mencionada proyección de tasas, pero sin incluir el cupón caído en el primer flujo financiero) de los bonos 938 en julio fue de 44,15%, el de los 1068 G de 43,55% y el de los 1068 H de 43,89%²².

Vale la pena hacer una observación sobre las curvas de rendimiento en el mercado venezolano. El Gráfico No. 1 presenta una curva de rendimiento del tipo presentada por el MF en presentaciones recientes.

Gráfico No. 1

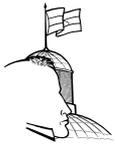


Fuente: REUTERS

Resalta el hecho de que los rendimientos efectivos al vencimiento para plazos de más de 800 días por lo general se encuentran por encima de 50%, y en algunos casos cercanos a 60%. Las operaciones en el gráfico de más de 800 días corresponden a la tabla descrita arriba. Podrá verificarse que si se asume que el cupón se fija en 42,60% por la duración de los títulos, y no se incluye el cupón caído en el primer flujo financiero, los rendimientos al vencimiento que se obtienen son de hecho los que se presentan en la gráfica. Sin embargo, no es ese el procedimiento utilizado para calcular el costo al vencimiento de la operación de adjudicación directa por parte del MF. Este error tiene implicaciones importantes sobre las conclusiones que se obtienen del análisis. En efecto, al comparar los rendimientos observados en la gráfica con el calculado en el Cuadro No. 1 (48,27%) se compara rendimientos que en realidad no son comparables, un error equivalente a comparar la tasa de los CD con el cupón de 36,32%.

Visto que operaciones en el mercado secundario de títulos de maduración similar a la de los bonos

²² Estos rendimientos excluyen la operación hecha al 100% el día 9 de julio de los bonos 1068 G.



546 reflejan rendimientos al vencimiento (una vez ajustada la proyección de tasas), cercanos al 44% anual, podemos analizar las operaciones de los propios 546 en el mercado secundario en los días subsiguientes a la adjudicación directa a CEDEL Casa de Bolsa. El Cuadro No. 4 muestra las operaciones de los bonos 546 en el mercado secundario hasta el 9 de agosto (fecha de la segunda subasta de los 546).

Cuadro No. 4. DPN - 546 en el Mercado Secundario

Fecha	Plazo	Monto (MM de Bs.)	Precio Promedio	Mínimo	Máximo
02-Ago-02	839	5.662,00	82,7587	80,0000	90,0000
06-Ago-02	835	4.100,00	79,9789	79,9789	79,9789
07-Ago-02	834	108,00	85,9633	85,9633	85,9633
09-Ago-02	832	1.562,00	89,7607	89,7607	89,7607

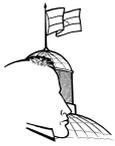
Es importante notar que estas transacciones se realizaron entre pares de instituciones financieras en el mercado, y que cada una buscaba lograr el mejor rendimiento posible de la operación. Con esto puede inferirse que la valoración de estos bonos (que tienen exactamente las mismas características que los de la adjudicación directa, excepto el precio y las condiciones de pago) sobre todo las transacciones del día 2 de agosto, reflejan relativamente bien las condiciones del mercado, ya que para ese día el mercado no disponía de la información revelada en los días siguientes sobre la adjudicación directa y las subastas de los días 8 y 9 de agosto. Adicionalmente, es el único día en el que se hace más de una operación.

Cuadro No. 5

Fecha	Sin Cupón caído y con tasa variable	Con Cupón caído y con tasa variable
02-Ago-02	4.685,68	5.028,41
1-Sep-02	-514,09	-514,09
1-Dic-02	-425,18	-425,18
1-Mar-03	-425,18	-425,18
1-Jun-03	-425,18	-425,18
1-Sep-03	-425,18	-425,18
1-Dic-03	-425,18	-425,18
1-Mar-04	-425,18	-425,18
1-Jun-04	-425,18	-425,18
1-Sep-04	-425,18	-425,18
1-Dic-04	-6087,18	-6087,18
Rendimiento Anual al Vencimiento	47,42%	42,37%

Independientemente de si se juzga que este día de operaciones con los 546 reflejan adecuadamente el mercado latente para los bonos adjudicados directamente, es instructivo analizar los flujos financieros de estas operaciones de la misma forma como se analizaron para los Bs. 190.000 millones del día 26 de julio. El Cuadro No. 5 muestra estos flujos: la primera columna presenta el caso en el que no se incluye el cupón caído en el cálculo del rendimiento al vencimiento y la segunda presenta el caso en el que sí se incluye.

Es importante aclarar que las operaciones de títulos en el mercado secundario se hacen en efectivo,



razón por la cual el precio de 82,7587% de este día no es directamente comparable con el 78% de la adjudicación directa²³. Lo que sí puede hacerse es comparar los rendimientos efectivos al vencimiento: El Cuadro No. 6 contrasta el costo al vencimiento de la operación de adjudicación directa con el implícito en la operación del mercado secundario. Los datos provienen de las últimas filas de los Cuadros 1 y 5. Vemos que el Estado tomó deuda a un costo 6,63 puntos por encima del que estaba dispuesto a aceptar el mercado por estos mismos bonos. Comparando las tasas de la segunda columna esta diferencia resulta en 5,9%.

Cuadro No. 6. Comparación de Rendimientos

Operación	Sin Cupón caído y con tasa variable	Con Cupón caído y con tasa variable
Adjudicación Directa	54,05%	48,27%
Mercado Secundario	47,42%	42,37%
Diferencia	6,63%	5,9%

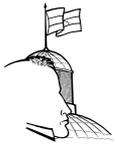
Desde el punto de vista de la operación de adjudicación directa, el costo al vencimiento para el Estado es la contraparte del rendimiento al vencimiento para el comprador del título. Para determinar el valor de mercado de la operación de adjudicación bajo las condiciones en que se hizo (con financiamiento y con las tasas sobre los CD especificadas arriba) se puede utilizar como base comparativa la operación en el mercado secundario del día 02 de agosto.

Este cálculo consiste en fijar el rendimiento al vencimiento (o el costo al vencimiento, que es lo mismo) igual a 47,42% anual y calcular, con base en los flujos financieros implicados, el precio al cual se debió hacer la operación para que en efecto el costo al vencimiento fuese 47,42% anual. Otra forma de decir lo mismo es que se busca el precio tal que el costo al vencimiento de la operación sea 47,429%. La razón por la que ese cálculo se hace necesario es que la operación en el mercado secundario no es directamente comparable con la operación del 26 de julio, ya que la primera se hizo en efectivo y la segunda se hizo con pagos diferidos por 60, 90 y 122 días en certificados de depósito. En consecuencia, se requiere simular una operación bajo las mismas condiciones de financiamiento pero realizada en el mercado.

Como se ha mencionado con anterioridad, esta no es la forma ideal de valorar un activo financiero, sin embargo, el ejercicio se hace con la intención de fijar una referencia para la consideración de la operación de adjudicación directa en el contexto del mercado.

Es importante enfatizar que el precio que resulta de una operación con financiamiento es mayor

²³ Esta afirmación no es cierta en todos los casos. Si la tasa de interés que paga el Certificado de Depósito incorpora todas las condiciones de riesgo de las instituciones que los emiten y a su vez el mercado no tiene problemas de liquidez, entonces el valor presente de los CD debe calcularse con la tasa que éstos pagan; esto es equivalente a decir que tanto para el comprador de los bonos como para el vendedor, los flujos futuros de los CD valen exactamente su valor facial al 26 de julio, lo cual implica que no habría diferencia entre pagar los Bs. 148.200 millones el día de la operación y colocar el 70% en CD a los plazos especificados. La comparación de la operación de adjudicación directa con el mercado debería hacerse entonces contrastando el 82,7% del mercado secundario con el 78% de la adjudicación directa, es decir, la diferencia en el precio sería igual a 4,7%. Agradecemos al Centro de Finanzas del IESA por hacernos ver este punto. Mantenemos la metodología descrita arriba en vista de que no tenemos elementos suficientes para evaluar la pertinencia de las tasas de los CD ya que fueron fijadas en los mismos niveles para todas las instituciones participantes tanto en la adjudicación directa como en la subasta del día 8 de agosto, a pesar de que existen elementos para inferir que las condiciones de riesgo de cada una eran diferentes.



que el que resulta de una operación hecha en efectivo²⁴. Cuando el Estado no exige el pago en efectivo de los bonos que coloca en el mercado, es decir, cuando el comprador difiere en el tiempo las erogaciones que debe hacer para cancelarlos, no enfrenta la necesidad de liquidar otros activos de manera inmediata (o puede darle otro uso productivo a los fondos líquidos de que dispone), por lo tanto está dispuesto a pagar un precio más alto por la compra a plazo que por la compra en efectivo.

Fijando el costo al vencimiento para el Estado en 47,42%, se obtiene que bajo las mismas condiciones de pago (30% en efectivo y 70% en CD a 60, 90 y 122 días), el mismo plazo y el mismo cupón, el precio que el mercado hubiese estado dispuesto a pagar por los bonos adjudicados en forma directa es de **84,4925%** del valor nominal. El Cuadro No. 7 muestra los flujos financieros correspondientes a esta operación hipotética.

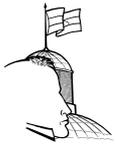
Cuadro No. 7 Operación Hipotética

Fecha	Sin Cupón caído y con tasa variable
26-Jul-02	48.160,73
1-Sep-02	-17.251,26
24-Sep-02	38.815,51
24-Oct-02	39.698,42
25-Nov-02	42.362,02
1-Dic-02	-14.267,82
1-Mar-03	-14.267,82
1-Jun-03	-14.267,82
1-Sep-03	-14.267,82
1-Dic-03	-14.267,82
1-Mar-04	-14.267,82
1-Jun-04	-14.267,82
1-Sep-04	-14.267,82
1-Dic-04	-204.267,82
Costo Anual al Vencimiento	47,42%

La diferencia entre el precio estimado de mercado y el precio de la adjudicación directa es igual a **6,4925%** del valor nominal, o equivalentemente a **Bs. 12.335,75 millones**. Esta diferencia toma en consideración todos los aspectos de la operación, incluyendo la diferencia en la tasa de los certificados de depósito y el cupón que paga el Estado, el plazo y las condiciones de pago.

El otro asunto importante es el monto de la colocación. Se ha señalado que el mercado no ha estado en capacidad de absorber montos importantes de deuda en los últimos meses, y esto sugiere a su vez que la colocación de Bs. 190.000 millones en efectivo posiblemente hubiese sido difícil. Bajo la adjudicación directa, el Estado recibió en efectivo Bs. 44.460 millones, lo cual sugiere que no había

²⁴ Esto es cierto en general, la excepción sucede cuando el mercado se encuentra saturado de liquidez y los agentes financieros tienen preferencia por colocar sus excedentes de liquidez. Esto induciría una baja en el precio del instrumento con financiamiento en relación con el instrumento en efectivo. En Venezuela hay algunas instituciones bancarias con altos niveles de liquidez y para las cuales esta lógica podría aplicar. Sin embargo, la mayoría de las instituciones no poseen excedentes de liquidez significativos (la liquidez se encuentra concentrada en un pequeño grupo de bancos grandes), con lo que el precio de mercado de un instrumento financiado debería en efecto ser mayor al de uno que requiere efectivo como forma de pago. Agradecemos a uno de los expertos consultados en el mundo financiero por hacernos notar esta posibilidad, ver también la nota 23.



requerimientos inmediatos por un monto superior, con lo que habiendo colocado este monto en el mercado, el Estado podía atender a las necesidades financieras inmediatas que pudo atender con la adjudicación directa pero en condiciones financieras más favorable. Esto se ve reforzado por los montos de vencimientos de Letras y DPN en el mes de agosto, que totalizan más de Bs. 700.000 millones.

Por otra parte, es razonable esperar que las condiciones financieras para el Estado al colocar un monto elevado de deuda pública a una sola institución, sean menos favorables que si colocase un monto reducido. Sin embargo, cabe preguntarse si este efecto puede explicar un diferencial de precios de 6,5 puntos.

A pesar de que no es posible hacer una evaluación exacta de las condiciones del mercado para contrastar las condiciones de la adjudicación directa, este análisis muestra, con base en las mejores referencias disponibles sobre el mercado, que la operación del 26 de julio de 2002 no fue favorable a los intereses de la República. Teniendo en consideración el margen de error que se induce por disponer de información de baja calidad sobre el mercado secundario, y comprendiendo que la cifra de Bs. 12 millardos es un estimado, es la opinión de esta Oficina que el mercado ofrecía alternativas de financiamiento para el sector público que involucraban un costo financiero menor. El ejemplo siguiente ilustra una alternativa con estas características.

II.4 Una alternativa sencilla que garantizaba la colocación del 90% de Bs. 190.000 millones (Bs. 171.000 millones) en mejores condiciones²⁵

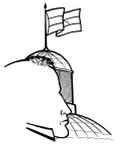
Se ha argumentado que la operación con CEDEL Casa de Bolsa fue negociada durante varios días hasta que se llegó al acuerdo bajo el que se realizó la operación. Con el objeto de optimizar las condiciones financieras para la Nación, el MF pudo haber propuesto a CEDEL hacer la operación a través de una subasta: acordar con CEDEL que fijara conjuntamente con el Banco Canarias y Central Banco Universal una postura en la subasta por Bs. 171.000 millones a 78% (Bs. 57.000 millones cada uno²⁶), es decir, que negociara con anterioridad el precio de reserva de la subasta.²⁷

El escenario menos favorable para el Estado es uno en el que ningún agente financiero fija una postura en la subasta por encima de 78%; en ese caso, se adjudica a CEDEL, Banco Canarias y Central Banco Universal la totalidad de la emisión a 78% y se valida la cuestionada hipótesis de que ese era un buen precio para el Estado. Alternativamente, un grupo de agentes compraría a más de 78% (como lo hizo Bolívar Banco Universal en la subasta del día 8 de agosto) alguna fracción de la emisión, y cualquier remanente no colocado a precios mayores de 78% sería adjudicado a CEDEL, Banco Canarias y Central Banco Universal, con lo que el precio promedio de la subasta sería mayor a 78% sin lugar a dudas. Bajo este esquema, no habría ningún cuestionamiento a la operación.

²⁵ Agradecemos a uno de los expertos consultados (participante / operador en el mercado) por señalar esta alternativa.

²⁶ La resolución 980502 del BCV no permite un participante en la subasta adquiera más del 30% de la emisión.

²⁷ Nótese que una de las razones por las que algunas subastas de deuda pública quedan desiertas es que el Estado fija un precio mínimo para colocar los títulos (precio de reserva) y si ningún agente financiero hace una oferta igual o mayor que ese precio, no se adjudican títulos a ninguno y la subasta se declara desierta.



III. Instituciones Bancarias Involucradas

En esta sección se examinará la solidez de las instituciones financieras involucradas en la adjudicación -por Bs. 190.000 millones- en bonos de Deuda Pública Nacional (DPN) realizadas por el Ministerio de Finanzas bajo la modalidad de venta a crédito, estableciendo comparaciones con las instituciones que participaron en la subasta posterior bajo la misma modalidad de pago (crédito). Ello para establecer una aproximación a los niveles de riesgo al que se expuso la República, como consecuencia de recibir como parte de pago certificados de depósito (CD) de estas instituciones por la venta de bonos DPN.

La evaluación de las referidas instituciones bancarias se llevará a cabo en varios aspectos del negocio bancario como: la suficiencia patrimonial, la calidad de los activos, capacidad de la gerencia, la rentabilidad y la liquidez de las instituciones, de forma de determinar la capacidad de dichos bancos de soportar cambios o situaciones adversas en el entorno micro y macroeconómico, estableciendo de esta manera la solidez y los niveles de riesgo de cada banco, lo cual aportará indicios sobre la capacidad de dichas instituciones de honrar los CD a la fecha de su vencimiento.

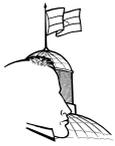
Esta evaluación extra-situ tiene limitaciones y no constituye, ni pretende ser una auditoría individual de estas instituciones, debido a que la información e indicadores utilizados en el análisis y evaluación de las entidades bancarias fueron obtenidos de sus balances de publicación los cuales presentan un nivel de agregación que no permite una evaluación más profunda.

III.1.- Liquidez del sistema financiero

Durante el primer semestre, la implementación de una política monetaria restrictiva por parte del Banco Central de Venezuela (BCV) a fin de atenuar la fuerte demanda de divisas, produjo la abrupta disminución de los niveles de liquidez del sistema bancario. Dicha política restrictiva se robusteció con la menor demanda transaccional de dinero originada por una menor actividad económica.

Los bajos niveles de liquidez registrados durante el primer semestre del año no afectaron por igual la liquidez de las distintas entidades bancarias. Estas diferencias la podemos identificar mediante la asistencia de liquidez prestada por parte del BCV a las entidades bancarias y por la estimación de las reservas excedentarias de cada institución. Podemos inferir que una institución que presente frecuentemente requerimientos de liquidez tendrá que acudir al BCV de forma a satisfacer las necesidades de fondos líquidos, impulsados por la presencia de un entorno caracterizado por baja liquidez en el sistema financiero.

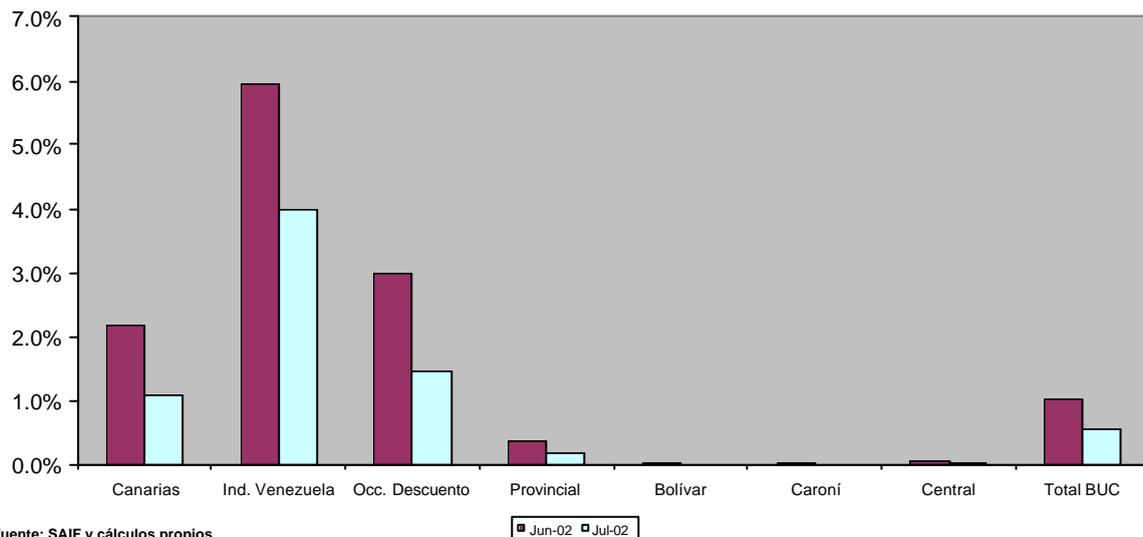
Las instituciones que acudieron al BCV en busca de liquidez se pueden identificar por medio de la cuenta "Obligaciones con el BCV" del balance de publicación, la cual contiene la sub-cuenta "Anticipos, descuentos, redescuentos y reporto en el BCV.". Esta cuenta registra los saldos por las obligaciones de la institución bancaria con el BCV, por concepto de anticipos, financiamientos con operaciones de descuento o redescuento de documentos y reportos no cancelados al cierre de cada mes. Sin embargo, las instituciones bancarias usualmente tratan de cancelar la totalidad de sus deudas u obligaciones con el BCV antes de cada cierre mensual, de manera que no quede registrado en sus balances los préstamos -no pagados- que recibieron del BCV. Esto ocurre, con la finalidad de evitar emitir señales que puedan ser



interpretadas como signos de debilidad e iliquidez por parte del mercado. Por lo tanto, se infiere que si un banco presenta o mantiene recurrentemente saldos en dicha cuenta puede estar experimentando problemas de liquidez.

Debido a este comportamiento, se utilizó la cuenta “Gastos por Obligaciones con el BCV” como una aproximación de los volúmenes de asistencia crediticia que las entidades bancarias han obtenido de parte del emisor. En dicha cuenta se reflejan los gastos financieros causados por concepto de intereses, comisiones y otros gastos financieros originados por las obligaciones con el BCV. Para obtener un índice comparable entre los distintos bancos se procedió a calcular el cociente entre la cuenta “Gastos por obligaciones con el BCV²⁸” y la cuenta “Disponibilidades²⁹”. Este cociente muestra los intereses y comisiones pagados por la entidad bancaria al BCV como proporción de sus disponibilidades. En consecuencia, mayores niveles de gastos por intereses y comisiones sugieren un mayor monto recibido en asistencia de liquidez desde el BCV.

Gráfico 1
GASTOS POR OBLIGACIONES CON EL BCV / DISPONIBILIDADES



Los resultados de este índice muestran que el banco Canarias presenta niveles de gasto por comisiones e intereses -derivadas de sus obligaciones con el BCV- mayor al promedio de la Banca Universal y Comercial (BUC, indicado en el gráfico como “Total BUC”). Este gasto alcanzó para los meses de junio y julio 2,2% y 1,1% respectivamente, en comparación con el 1% y 0,5% del promedio del sistema para el mismo período (ver Gráfico 1). Esto, sugiere que el banco Canarias presentó menores niveles de liquidez que el promedio del sistema financiero durante los meses de junio y julio de 2002. Por su parte, el otro banco (Central Banco Universal) involucrado en la cuestionada operación de adjudicación de bonos DPN no mostró significativos gastos por intereses con el BCV como proporción de las disponibilidades durante el mismo período.

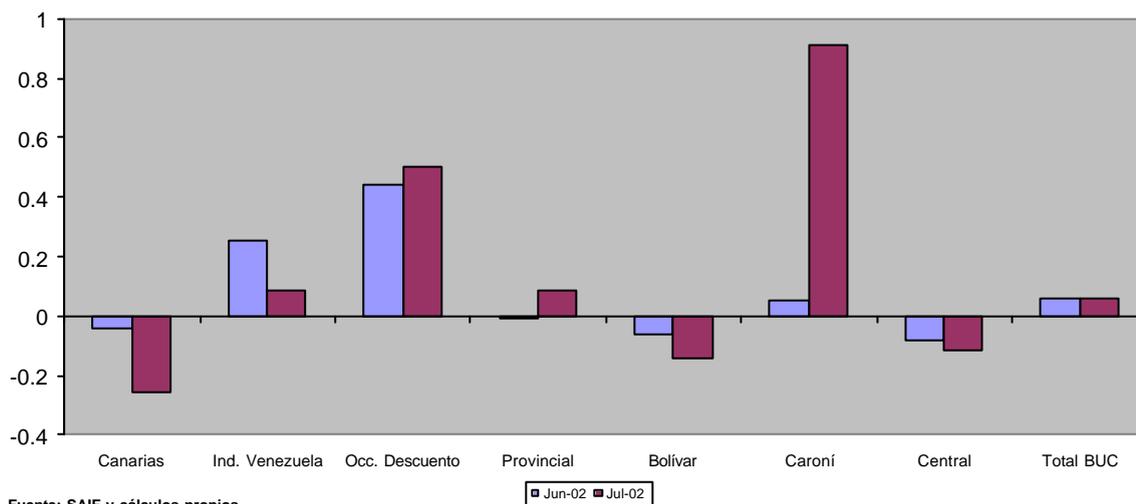
²⁸ Para este cálculo de este índice la cuenta “Gastos por Obligaciones con el BCV” se anualizó de acuerdo con la metodología empleada por SUDEBAN.

²⁹ Esta cuenta registra los activos que por su liquidez son de disponibilidad inmediata (el efectivo, depósitos a la vista en el BCV, en otras instituciones financieras del país y del exterior, etc.)



Otra forma de inferir el nivel de liquidez de una institución es calcular -de forma aproximada- los niveles de las reservas excedentarias (reservas sobre el encaje legal) de cada institución como proporción del monto de encaje requerido. Esta estimación fue realizada con la información disponible contenida en los balances de publicación de dichas instituciones. Este índice se construye aplicando el porcentaje de encaje legal requerido al monto total de las captaciones del público, con la finalidad de estimar la porción de las captaciones del público que deben ser depositadas en el BCV bajo la figura de encaje legal. El monto de encaje legal estimado se sustrae del saldo en la cuenta que registra las disponibilidades de los bancos en el BCV, obteniendo de esta forma el monto aproximado de las reservas mantenidas en exceso sobre el encaje de cada entidad bancaria. Para poder establecer comparaciones entre las distintas entidades bancarias, dichas reservas se expresan como proporción del total de las disponibilidades de la institución.

Gráfico 2
RESERVAS EXCEDENTARIAS / ENCAJE REQUERIDO
(Estimaciones)



Fuente: SAIF y cálculos propios

El cálculo de este índice arrojó para las instituciones Canarias y Central un nivel de reservas excedentarias negativas como proporción de los requerimientos de encaje (ver Gráfico 2) este resultado puede sugerir que dichas instituciones mantuvieron -en el mes de junio- un nivel de encaje menor al requerido. Para el mes de julio, luego de la operación de adjudicación cuestionada, este indicador mostró que los niveles de encaje legal mantenidos por dichas instituciones fueron mucho menores a los mantenidos por estos bancos durante el mes de junio. **En consecuencia, se puede inferir que los bajos niveles de liquidez mostrados por dichas instituciones en junio se agravaron para el cierre del mes de julio.**

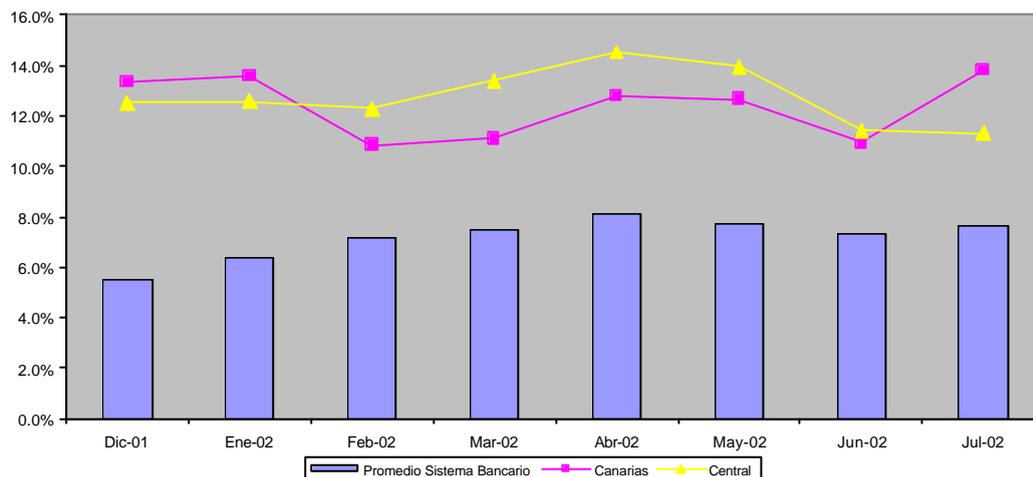
III.2.- Calidad de los activos

La caída de la actividad económica durante el primer trimestre de 2002 en 4,2% y de 9,9% en el segundo trimestre con respecto a los respectivos trimestres del año 2001, se reflejó en la caída de 13% de la cartera de créditos en julio con respecto a diciembre de 2001, para ubicarse en Bs. 8.202.930 millones.



En contraste, la inversión en títulos valores se incrementó -durante el mismo período- en 61,2% para ubicarse en 5.861.126 millones al cierre de julio. Por su parte, los elevados niveles de tasas de interés y la disminución de la actividad económica durante el cuarto trimestre de 2001 y el primer trimestre de 2002 se reflejaron en la calidad de la cartera de créditos del sistema bancario nacional durante el segundo trimestre de 2002, como consecuencia del incremento sostenido de la cartera inmovilizada (vencida y en litigio) como proporción de la cartera de créditos bruta de la banca comercial y universal (ver Gráfico 4, adelante). Paralelamente, el monto de los créditos reestructurados se incrementó desde diciembre de 2001 hasta julio de 2002 en 32,4%, lo cual atenuó el crecimiento de los niveles de morosidad de la cartera de créditos registrados para finales del segundo trimestre de 2002. Es importante destacar que los niveles de morosidad de los bancos Canarias y Central son muy superiores al promedio del sistema bancario (ver Gráfico 3).

Gráfico 3
MOROSIDAD DE LA CARTERA DE CREDITOS:



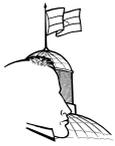
Fuente: SAIF y cálculos propios

Para determinar la calidad de los activos de las instituciones bancarias es fundamental considerar los niveles de morosidad y el respaldo de la cartera de créditos, la cual constituye el principal y -a su vez- el más riesgoso de los activos de una institución bancaria. El análisis de la calidad de la cartera de créditos se lleva a cabo mediante la evaluación de la morosidad y de las provisiones constituidas con respecto a la cartera inmovilizada, ambos criterios representados por los índices de morosidad (cartera de créditos inmovilizada / cartera de créditos bruta) y de aprovisionamiento (provisiones por cartera de créditos / cartera de créditos inmovilizada) respectivamente. La cartera de créditos inmovilizada esta constituida por los créditos vencidos³⁰ y en litigio³¹, por su parte, las provisiones consisten en una base de recursos que se constituyen ante la eventualidad de pérdidas (el riesgo) originadas por la incobrabilidad del capital de los créditos directos otorgados por la entidad bancaria.

Adicionalmente, estos índices hacen referencia a las políticas de crédito de la institución. Esto

³⁰ Los créditos vencidos son aquellos que presentan un atraso de por lo menos 30 días continuos contados desde el momento en el que debieron ser realizados.

³¹ Los créditos en litigio son aquellos que se encuentran en proceso de cobro por la vía judicial



debido a que índices de morosidad permanentemente mayores y bajos niveles de provisiones con respecto al promedio del sistema puede ser un indicador de políticas crediticias más laxas o una menor aversión al riesgo por parte de la gerencia. En cambio, menores niveles de morosidad y mayores niveles de provisiones como proporción de los créditos inmovilizados será una señal de sanas prácticas crediticias y prudencia por parte de la gerencia. En el Cuadro No. 8 se muestra el cambio en la morosidad y el aprovisionamiento de la cartera de créditos de las distintas instituciones bancarias para los meses de junio y julio.

Cuadro 8
CARTERA MOROSA Y COBERTURA DE LAS PROVISIONES

	Índice de Morosidad		Aprovisionamiento	
	Jun-02	Jul-02	Jun-02	Jul-02
Canarias	10.9%	13.8%	125.1%	111.8%
Ind. Venezuela	45.6%	46.2%	61.0%	60.5%
Occ. Descuento	5.6%	6.4%	224.9%	201.8%
Provincial	4.8%	5.1%	196.2%	186.3%
Bolívar	5.9%	6.9%	116.5%	100.1%
Caroní	11.6%	13.8%	112.8%	104.1%
Central	11.4%	11.3%	76.6%	77.6%
Total BUC	7.3%	7.6%	136.9%	131.5%

Fuente: SAIF y cálculos propios

Al evaluar los indicadores de los bancos Canarias y Central podemos observar que el nivel de las provisiones de Central es suficiente para cubrir sólo el 77% de su cartera inmovilizada. Por su parte, el Canarias presenta provisiones que representan el 125% de su cartera morosa. Sin embargo, dichos niveles son menores a los valores que por aprovisionamiento muestra el promedio del sistema de 137%. En consecuencia, dichas instituciones presentan mayores niveles de riesgo en su cartera de crédito con respecto al promedio del sistema.

Para el mes de julio, el banco Canarias presentó un deterioro de su cartera de créditos en contraste al promedio del sistema el cual se mantuvo inalterado. Por su parte, Central mantuvo en el mes de julio niveles de morosidad similares al registrado en el mes de junio. No obstante, esta última institución registró un incremento de los créditos reestructurados en los meses de mayo, junio y julio que permitió una disminución de la morosidad de la cartera.

Para complementar la evaluación de los activos, también es importante verificar la proporción de los activos inmovilizados³² con respecto a los activos totales, es decir, activos que no son liquidables a voluntad por el banco y que pueden en un momento dado comprometer los depósitos del público de no existir un adecuado nivel de capitalización. Debido a un incremento de las inmovilizaciones, bien sea por sobre inversión en bienes de uso (activos fijos) o por prácticas crediticias laxas que incrementen la cartera inmovilizada y los intereses por cobrar, se puede represar e inmovilizar una proporción significativa del activo. Por medio del Gráfico 5 se puede apreciar que para el mes de junio las entidades Canarias (25,5%) y Central (24,4%) presentaban niveles de activos inmovilizados mayores al promedio del sistema de 17,9%. No obstante, para el mes de julio, el incremento significativo en sus activos producto de la compra de títulos valores redujo la proporción de los activos inmovilizados con respecto al activo total.

³² Los activos inmovilizados están constituidos por las cuentas: Otros activos, bienes de uso, bienes realizables, intereses por cobrar, créditos vencidos y créditos en litigio.

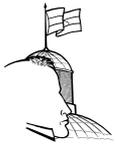
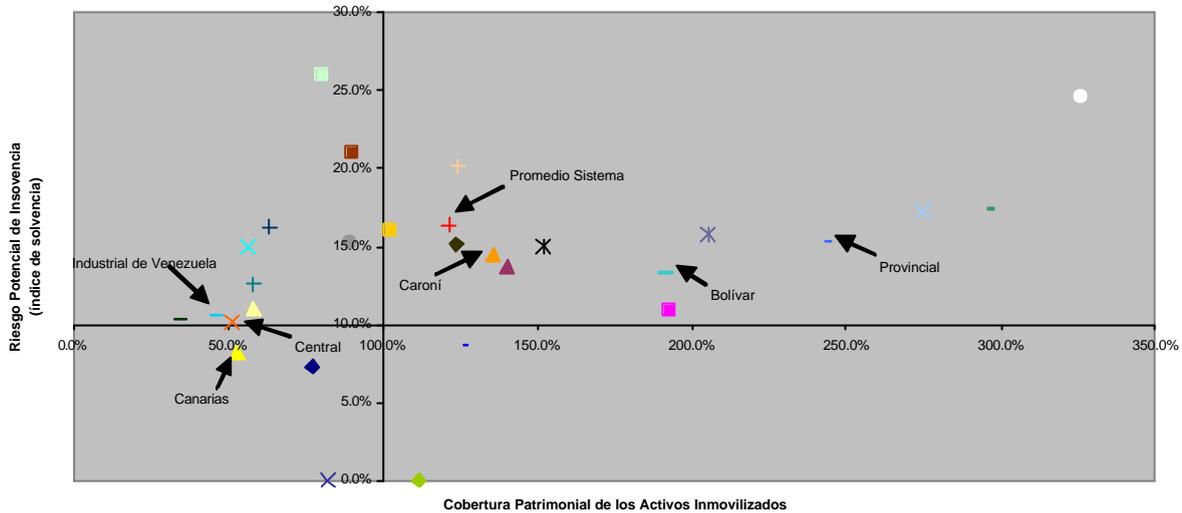


Gráfico 5
SUFICIENCIA PATRIMONIAL I
(Julio 2002)



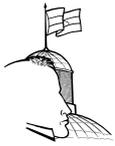
Fuente: SAIF y cálculos propios

Es importante señalar que el banco Canarias presentó deficiencias en la clasificación de la cartera de créditos y cálculo de los intereses correspondientes, según el dictamen de los contadores públicos independientes que acompaña los estados financieros auditados de dicha institución para el cierre de 2001. Sin embargo, no se pudo cuantificar por medio de otros procedimientos de auditoría los efectos que esto pudiera causar sobre los estados financieros de la institución, según concluyó dicho dictamen.

III.3.- Suficiencia Patrimonial

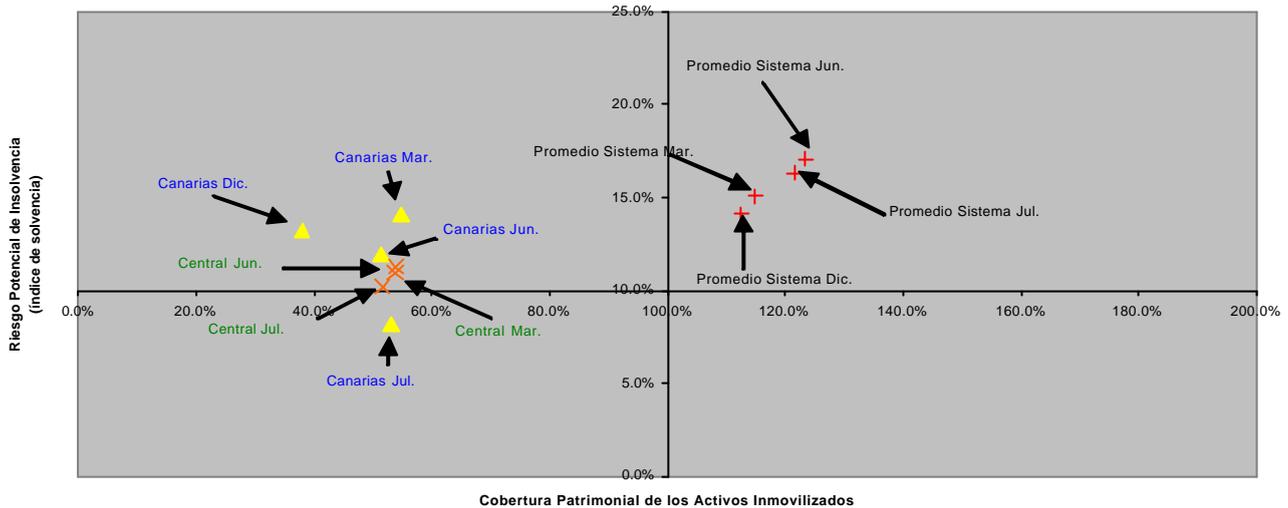
En esta sección se evalúa la capacidad de las instituciones para absorber pérdidas y desvalorizaciones de sus activos, realizar nuevas inversiones y respaldar una expansión de las operaciones de intermediación. Esto puede ser representado mediante el índice de solvencia simple (patrimonio / activo total). Para complementar la evaluación de la solvencia patrimonial se procedió a calcular el índice de suficiencia patrimonial, es decir, la cobertura patrimonial de los activos inmovilizados. Este indicador cuantifica la proporción de activos inmovilizados que están respaldados por el patrimonio. Es decir, mide si el monto del patrimonio “cubre” el total de las inmovilizaciones. Por lo tanto, cuando dicho indicador es menor a 100%, las entidades bancarias pueden estar financiando activos inmovilizados con los depósitos del público. Esta situación pone en riesgo la capacidad de repago de las instituciones frente a los depositantes.

Una vez definidos los índices para medir el riesgo potencial de insolvencia y el indicador de suficiencia patrimonial, hay que hacer una distinción entre lo que ambos índices representan. El riesgo potencial de insolvencia está asociado a la capacidad de las instituciones de soportar desvalorizaciones y pérdidas en los activos; y en general respaldar la expansión o normal operación de la entidad bancaria. En cambio, la cobertura patrimonial está relacionada con la suficiencia en cantidad y calidad del patrimonio



para cubrir los activos inmovilizados, de forma de no comprometer recursos de terceros (depositantes).

Gráfico 6
EVOLUCION SUFICIENCIA PATRIMONIAL I
(Dic-01 / Jul-02)



Fuente: SAIF y cálculos propios

Para el mes de julio de 2002, los resultados de la evaluación de la solvencia de las instituciones del sistema bancario se pueden observar en el Gráfico 6. En el eje vertical se mide el riesgo potencial de insolvencia por medio del indicador de solvencia simple (patrimonio / activo total) mientras que el eje horizontal registra la cobertura patrimonial. Por consiguiente, un mayor índice de solvencia y cobertura patrimonial permitirá que las instituciones cubran con recursos propios las pérdidas y el deterioro en los activos. La evaluación del riesgo potencial de insolvencia arrojó que el banco Canarias presentó un índice de solvencia -en el mes de julio- menor al mínimo exigido de 10% por la Superintendencia de Bancos. No obstante, el Central presenta un índice de solvencia ligeramente superior al mínimo exigido, en contraste con el promedio del sistema y de las entidades bancarias que participaron en la subasta del día 8 de agosto bajo la misma modalidad de venta a crédito.

Por lo tanto, estas instituciones poseen una baja capacidad de absorber pérdidas y/o desvalorizaciones de activos por medio del uso de su patrimonio en comparación con otras entidades bancarias del sistema. Esto es consecuencia de un bajo nivel de patrimonio con respecto al activo total de la institución. Por otro lado, el índice de cobertura patrimonial (medido en el eje horizontal) muestra que el banco Canarias y Central presentan insuficiencia patrimonial. Esto significa que el patrimonio de dichas instituciones es menor al monto de los activos inmovilizados. Al considerar ambos indicadores simultáneamente, el resultado obtenido muestra que el banco Canarias no satisface el 10% de índice de solvencia exigido por la Superintendencia de Bancos y que, al mismo tiempo, muestra señales de insuficiencia patrimonial, mientras Central presenta un índice de solvencia ligeramente superior al 10% exigido por SUDEBAN.

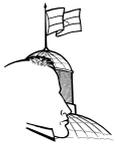
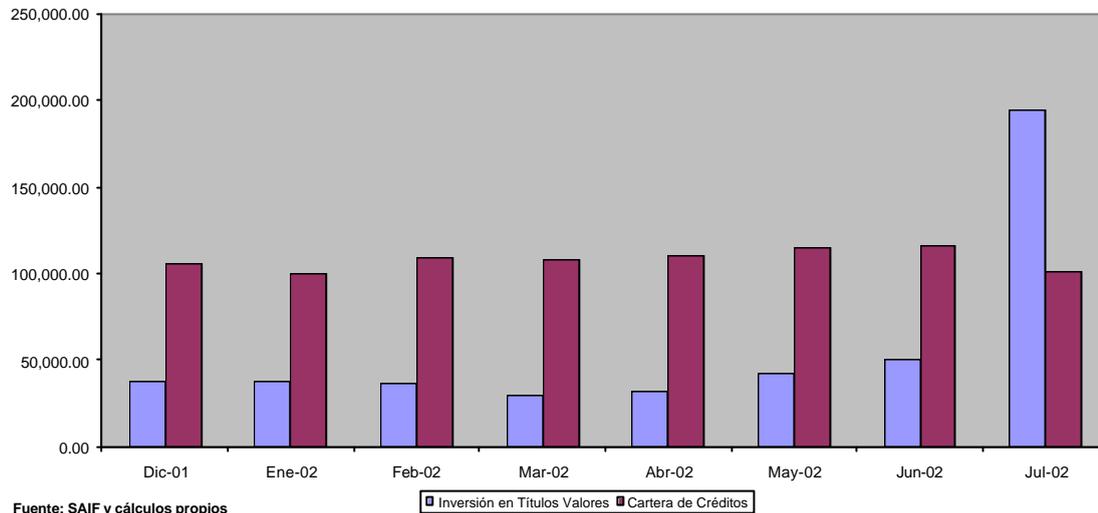


Gráfico 7
BANCO CANARIAS: Cartera de Créditos e Inversión en Títulos Valores
(Millones de Bs.)

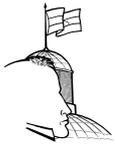


El banco Canarias muestra un deterioro sostenido del índice de solvencia desde comienzos del año 2002, pasando de 13,3% en diciembre de 2001 a 8,2% en julio de este año. Por su parte, Central presentó una tendencia decreciente en su índice de solvencia desde el mes de marzo de 2002 cuando registró 10,9%, hasta ubicarse en julio en 10,2%. En el Gráfico 7 se puede observar la evolución de la suficiencia patrimonial y cobertura patrimonial de ambas instituciones. En dicho gráfico se observa el deterioro gradual de la suficiencia patrimonial de los bancos Canarias y Central, medido por el índice de solvencia y de cobertura patrimonial, en marcado contraste con la mejora experimentada por el promedio del sistema bancario durante el período comprendido entre el cierre de diciembre 2001 y el cierre de julio de 2002.

III.4.- Impacto de la Adjudicación sobre las Instituciones Bancarias

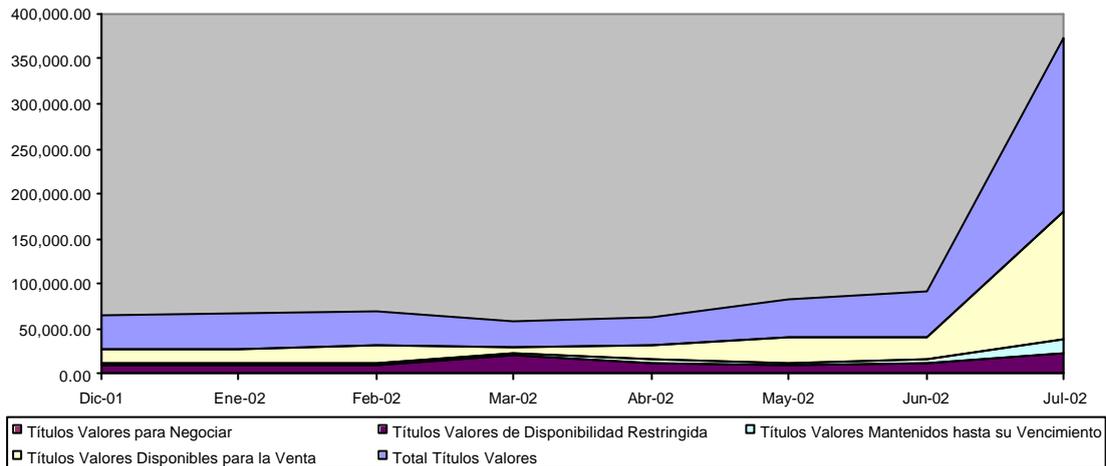
En esta sección se trata de evaluar el impacto de la adjudicación directa de bonos a los bancos Canarias y Central mediante los cambios registrados en sus respectivos balances de publicación al cierre de julio de 2002. Dicha operación se tradujo en una disminución en el precio de referencia de los bonos DPN, lo cual podría generar pérdidas a otras instituciones bancarias que posean bonos de similares características, debido a que parte de las inversiones en valores debe ser valorado a su valor razonable o de mercado³³.

³³ Ver: Manual de cuentas del sistema bancario, SUDEBAN.



a.- Impacto sobre Canarias Banco Comercial

Gráfico 8
INVERSION TITULOS VALORES: Banco Canarias
(Millones de Bs.)



Fuente: SAIF y cálculos propios

El principal efecto observado sobre el Canarias se aprecia en la significativa variación de la inversión en títulos valores, la cual se ubicó al cierre de julio en Bs. 194.655 millones. Estas inversiones pasaron a ser el 47% del activo total constituyéndose en el activo más importante de la institución, incluso superando el monto registrado por la cartera de créditos de Bs. 100.802 millones para el mes de julio (ver Gráfico 8). El incremento experimentado por la inversión en títulos valores en el mes de julio de Bs. 144.583 millones (289%) con respecto al mes de junio, representó 4,29 veces el patrimonio de la institución.

La mayor parte de este incremento en la inversión en valores se reflejó en la subcuenta “Inversiones en Títulos Valores Disponibles para la Venta” la cual presentó en julio un aumento de Bs. 115.619 millones (440%) con respecto al mes de junio (ver Gráfico 9). En dicha cuenta se registran los títulos de deuda y de capital que la gerencia no tiene la intención de mantener hasta su vencimiento. La subcuenta “Inversiones en Títulos Valores de Disponibilidad Restringida” -segunda en magnitud- presentó un incremento de Bs. 10.543 millones (83%) entre los meses de junio y julio. En esta cuenta se registran los títulos valores que han sido vendidos o comprados bajo el compromiso contractual de recomprarlos en un plazo y a un precio convenido. Esto sugiere que esta institución incrementó las operaciones de venta con pacto de recompra con el BCV, posiblemente para solventar problemas de liquidez. Este abrupto incremento de la inversión en títulos valores se reflejó -por medio del incremento del activo- en el índice de solvencia de la institución, el cual disminuyó hasta ubicarse en julio en 8,2% cifra inferior al 10% de solvencia exigido por SUDEBAN.

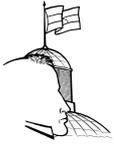
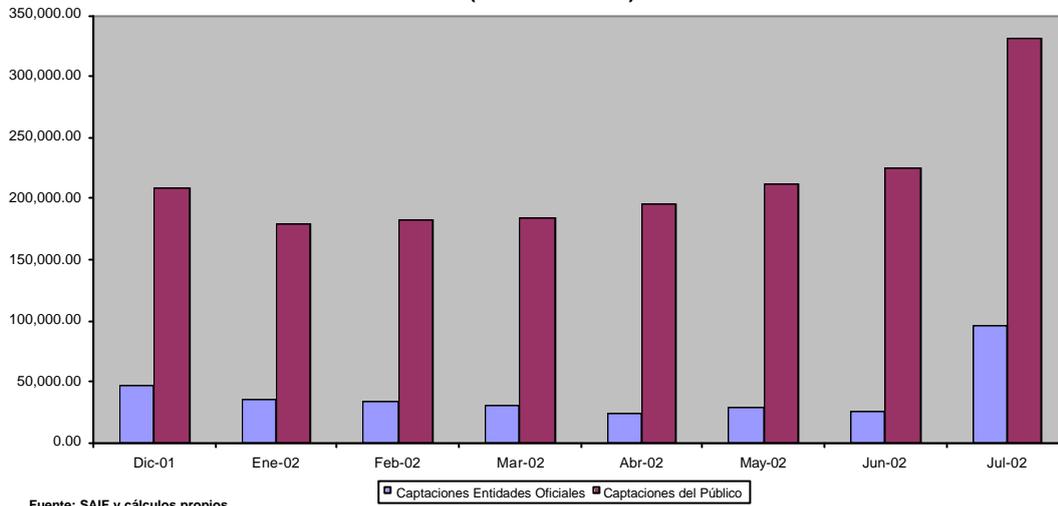


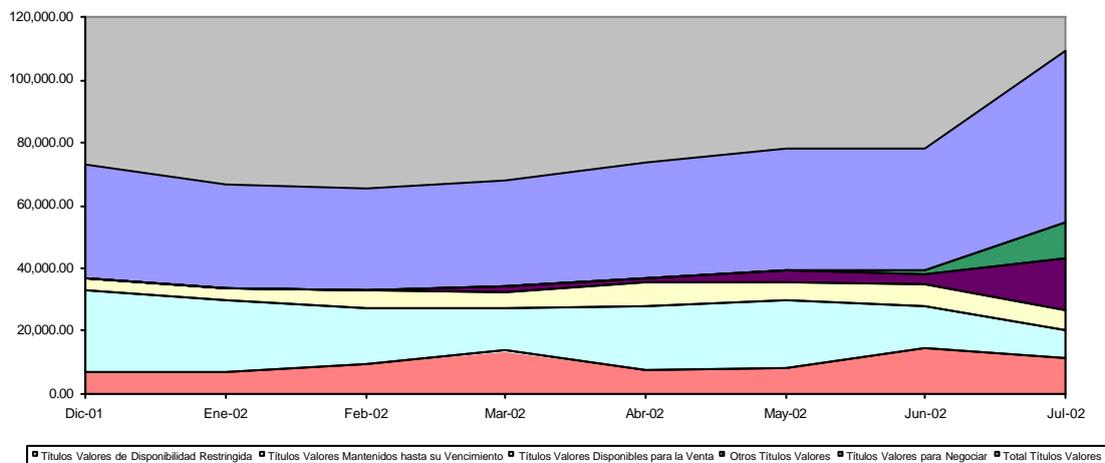
Gráfico 9
CAPTACIONES DE ENTES OFICIALES: Banco Canarias
(Millones de Bs.)



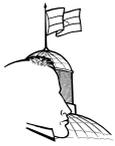
Fuente: SAIF y cálculos propios

Por el lado del pasivo, en julio, las captaciones de entes oficiales se incrementaron en Bs. 69.114 millones con respecto a junio (ver Gráfico 10) esto producto de la utilización de los certificados de depósito como forma de pago de los bonos adjudicados. Estas captaciones del sector público alcanzaron en julio Bs. 95.816 millones, lo cual constituye el 29% del total de los fondos depositados en el banco Canarias Sólo el monto de dichas captaciones representan 284% del patrimonio de dicha entidad bancaria. Si se consideran las captaciones del sector público y la inversión en títulos valores -constituidos en su mayoría por títulos públicos- se puede observar una alta dependencia del banco Canarias con el sector público.

Gráfico 10
INVERSION TITULOS VALORES: Central
(Millones de Bs.)



Fuente: SAIF y cálculos propios



Esta situación hace pensar que el gobierno estaría incrementando sus depósitos en las instituciones bancarias con el objeto de que éstas adquieran con estos fondos títulos públicos. Esto se evidencia en las recientes operaciones de venta de títulos públicos que son canceladas a crédito mediante certificados de depósito (CD) de la institución adquiriente de dichos bonos.

b.- Impacto sobre Central Banco Universal

El impacto de la operación de adjudicación de bonos sobre esta institución fue de menor proporción que los observados sobre la estructura de activos y pasivos del Canarias. Sin embargo, se produjo en julio un incremento de la inversión en títulos valores de 39% (Bs. 15.282 millones) con respecto al mes de junio (ver Gráfico 11). Este incremento fue producto del aumento de Bs. 10.555 millones en la cuenta “Inversiones en valores para negociar” en dicha cuenta se registran las inversiones en títulos de deuda y de capital representadas por valores o instrumentos de inversión negociables y convertibles en efectivo en el corto plazo (hasta 90 días) y que sin importar su vencimiento deberán ser necesariamente negociados y desincorporados en un lapso no mayor de 90 días desde la fecha de incorporación a esta cuenta. Al mismo tiempo, las inversiones en valores mantenidas hasta el vencimiento disminuyeron frente al incremento de la inversiones en otros títulos valores.

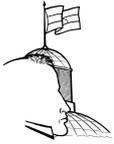
Como proporción del activo total de la institución la inversión en títulos valores pasó a representar el 19,8% en julio en comparación al 15,6% de junio. De forma similar al comportamiento registrado por el Canarias, los activos de la institución se incrementaron en 10% impulsados por el aumento de la inversión en títulos valores. Sin embargo, el deterioro en el índice de solvencia fue proporcionalmente menor al registrado por el banco Canarias. Por su parte, el incremento de la inversión en valores representó el 54,45% del patrimonio de la institución en contraste con lo observado en el banco Canarias.

Por el lado del pasivo las captaciones de los entes oficiales se incrementaron en 24% alcanzando el 9,83% de las captaciones totales. Al observar la composición de las captaciones del público el incremento más significativo -entre los meses de junio y julio- se registró en las cuentas corrientes no remuneradas, las cuales se incrementaron en 38%, mientras los depósitos a plazo de dicha institución cayeron en 7%. Esto, sugiere que el incremento de los depósitos oficiales se dirigió a las cuentas corrientes no remuneradas, lo que se traduce en una mayor volatilidad en las captaciones de esta institución.

Adicionalmente, Central presentó un aumento de las obligaciones con otras instituciones financieras del país por Bs. 5.646 millones presentando un incremento de Bs. 3.896 millones durante el mes de julio con respecto a junio. Esta cuenta registra los saldos cuando son acreedores (sobregiros) en cuentas a la vista que la institución mantiene abiertas en otras instituciones financieras del país, las obligaciones que la institución tiene con otras instituciones financieras del país bajo la modalidad de overnight y los depósitos de otras instituciones financieras entre otras. Este aumento registrado se traduce en que la institución financiera acudió al mercado overnight en busca de financiamiento, recibió depósitos de otras instituciones o bien presentó sobregiro en sus cuentas en otras instituciones bancarias.

c.- Un caso particular: La Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo

La inversión en títulos valores por parte de La Margarita se incrementó en Bs. 30.460 millones



entre los meses de junio y julio, cifra que equivale a 6,5 veces el valor de su patrimonio. En términos porcentuales representó un 797%, para ubicarse en Bs. 34.283 millones. La mayor parte de este incremento se registró como inversión en títulos valores mantenidos hasta su vencimiento, es decir, que la institución tiene la determinación de mantenerlos hasta su vencimiento. Esta entidad de ahorro y préstamo presentó un aumento significativo de los depósitos a plazo 16.958 millones en julio con respecto a junio, lo cual impulsó el crecimiento de las captaciones del público en Bs. 17.369 millones durante ese periodo. Esto sumado a la variación de Bs. 13.472 millones en el saldo de la cuenta “Obligaciones con Instituciones Financieras del País hasta un Año” sugiere que la institución aumentó su inversión en títulos valores durante el mes de julio adquiriendo títulos valores a otra institución financiera y de un tercero (no calificado por la LGBIOIF como institución financiera), utilizando como medio de pago instrumentos financieros (depósitos) emitidos por ella misma.

En resumen

Como resultado de la evaluación de liquidez, calidad de los activos y suficiencia patrimonial podemos inferir en base a los datos disponibles que las instituciones involucradas en la adjudicación directa de bonos DPN presentan un nivel de liquidez menor al de muchas otras instituciones bancarias y del promedio del sistema bancario. Esto se hace evidente al comparar los bancos Canarias y Central con las otras instituciones que participaron en la subasta realizada el 8 de agosto.

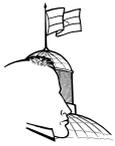
Esta mayor iliquidez se observa en los indicadores calculados con respecto al promedio del sistema. Como lo muestra la proporción de los gastos por obligaciones con el BCV de dichas instituciones y menores niveles de encaje legal mantenidos con respecto a los niveles requeridos por el BCV, de acuerdo con la estimación realizada de las reservas excedentarias de cada institución.

En la evaluación de los activos se observó que los bancos Canarias y Central presentaron entre los meses de diciembre 2001 y julio 2002 niveles de morosidad muy superiores al promedio del sistema, con un agravante para el Central, el cual posee bajos niveles de aprovisionamiento de su cartera inmovilizada. Esto, sugiere una menor calidad en los principales activos de estas instituciones con respecto a los que muestra el promedio del sistema.

Por su parte, la evaluación de la capitalización de las instituciones financieras mostró que las instituciones Canarias y Central -esta última en menor proporción- presentaron un deterioro del índice de solvencia en julio con respecto a junio, deterioro que puede ser atribuible al incremento de los activos producto de la operación de adjudicación de bonos DPN, las cuales a su vez han mantenido niveles de cobertura patrimonial de los activos inmovilizados muy por debajo del 100%.

En contraste, los bancos Provincial, Bolívar y Caroní, instituciones que participaron en la subasta del 8 de agosto, bajo las mismas condiciones de venta a crédito, no presentaron mayores problemas de liquidez. En cuanto a la calidad del activo estos tres bancos presentaron niveles muy superiores de aprovisionamiento y mucho menores niveles de morosidad en su cartera de créditos -a excepción del Caroní- que los bancos Canarias y Central.

Por último, estas tres entidades bancarias (Provincial, Caroní y Bolívar) presentaron desde el punto de vista de la suficiencia patrimonial mejores indicadores de solvencia y cobertura patrimonial de los



activos inmovilizados. En conclusión, los bancos Canarias y Central que participaron en la operación de adjudicación directa de bonos DPN presentan indicadores menos favorables con respecto al promedio del sistema y otras instituciones como por ejemplo, los bancos Provincial, Caroní y Bolívar. No obstante, la situación de los bancos Canarias y Central no es -de ninguna manera- crítica, ni representan un riesgo inminente para sus depositantes y el sistema financiero en general.

De acuerdo a los datos disponibles se puede inferir -por medio de los cambios en los balances de publicación de junio y julio para ambas instituciones- que de los Bs. 190.000 millones la mayor parte fue adquirida por el banco Canarias. Esto, a pesar de que los montos adjudicados eran superiores en varias veces a su patrimonio y como consecuencia de la venta a créditos por medio de certificados de depósitos, se convertiría en uno de los bancos con mayor proporción de sus captaciones originadas en el sector público.

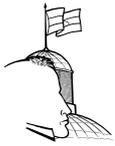
III.5.- Calificación de Riesgo de las Instituciones Financieras

La calificación de riesgo de los bancos Canarias y Central mostró un ligero cambio entre los meses de junio y julio. Esta evaluación de riesgo es preliminar y está basada en los resultados de un sencillo modelo de calificación bancaria que arrojó que ambas instituciones obtuvieron una calificación de riesgo por debajo del promedio del sistema tanto en junio como en julio, el Cuadro No. 9 presenta los índices calculados (menor índice implica peor calificación de riesgo). La calificación obtenida por estos bancos no significa necesariamente que dichas instituciones se encuentran en problemas, esta calificación representa un indicador de que estos bancos presentan un mayor riesgo con respecto al resto de las instituciones del sistema bancario nacional.

Cuadro 9

	Junio 2002	Julio 2002
Central Banco Universal	0,32	0,33
Banco Canarias	0,35	0,36
Banco Provincial	0,58	0,61
Bolívar Banco Universal	0,47	0,45
Banco Carona	0,44	0,47
Promedio Banca Universal y Comercial (BUC)	0,49	0,48
Máximo BUC	0,73	0,75
Mínimo BUC	0,29	0,29

Es importante resaltar que el modelo de calificación utilizado tiene limitaciones, debido a que la fuente de información son los balances de publicación de cada una de las instituciones. Para la formulación de este sencillo modelo de calificación se utilizó una adaptación de la metodología CAMEL, la cual contempla la ponderación y ajustes de los indicadores y aspectos del negocio bancario. Sin embargo, estas ponderaciones y ajustes dependen en buena parte del criterio del analista, pero hay cierto consenso en cuanto a qué indicadores y cuáles aspectos del negocio bancario son más relevantes e importantes en la determinación del riesgo de las entidades bancarias. No obstante, se realizó una prueba



de calificación utilizando una ponderación lineal, es decir, se calificó cada indicador y aspecto del negocio bancario con el mismo peso. Esta calificación no arrojó resultados significativamente diferentes a los mostrados por la ponderación utilizada para la calificación resumida en el Cuadro 10.

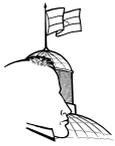
Los indicadores de cada aspecto del negocio bancario fueron ponderados por su importancia relativa en el desempeño de las instituciones bancarias. Esta forma de ponderar las calificaciones obtenidas en la calificación de la suficiencia patrimonial, la calidad de los activos, la capacidad gerencial, la rentabilidad y liquidez (ver Cuadro 10) se realiza de acuerdo a su relevancia en la actividad bancaria.

Cuadro 10
Ponderaciones

Aspectos	Pond.	Indicador	Pond.
Suficiencia Patrimonial	25%	Coficiente de Capital	60%
		Cobertura Patrimonial de Activos Inmovilizados	40%
Calidad de Activo	20%	Activos Inmovilizados / Activo Total	20%
		Indice de Morosidad Bruta	40%
		Aprovisionamiento	40%
Gerencia	10%	Gastos de Transformación / Activo Total	35%
		Activos Productivos / Pasivos con Costos	35%
		Grado de Absorción del Margen Financiero Neto	30%
Utilidades o Beneficios	10%	Rentabilidad Patrimonial ROE	40%
		Rentabilidad sobre Activos ROA	60%
Liquidez	25%	Gastos por Obligaciones BCV / Disponibilidades	40%
		Excedente Encaje	20%
		Disponibilidades / Captaciones del Público	40%
Participación de Mercado	10%	Participación de Mercado	100%

Este procedimiento busca establecer una ponderación mayor para los aspectos más determinantes en el riesgo y desempeño de la institución bancaria. Adicionalmente, se incluyó una ponderación por la participación de mercado de cada institución, como forma de medir la sensibilidad a los riesgos de mercado, es decir, de establecer diferencias entre las entidades bancarias de mayor y menor tamaño. Debido a que las instituciones más grandes son las que tendrían, en principio, una mayor capacidad de resistir un entorno económico adverso. Esto, debido a que estas instituciones cuentan con la capacidad de influir en las tasas y condiciones del mercado. Por esta razón, las entidades bancarias grandes presentan un menor riesgo a las fluctuaciones del mercado.

Para compensar los efectos de un posible deterioro o mejora del promedio del sistema, se procedió a ajustar las respectivas calificaciones de suficiencia patrimonial y calidad del activo, esto de manera de compensar los efectos que tiene el movimiento de la media del sistema en la función de distribución de normal utilizada para asignar la respectiva calificación a los indicadores. Esto se realiza debido a que un deterioro o mejora generalizada de las entidades bancarias tenderán a sesgar -en uno u otro sentido- los resultados obtenidos de la distribución normal.



IV. Análisis económico y legal de los hechos

Los principios fundamentales que rigen la gestión fiscal están desarrollados en la Constitución Nacional (CN), en la Ley Orgánica de la Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP) y en la Ley Orgánica de la Administración Pública (LOAP). La CN en su artículo 311 establece lo siguiente³⁴:

Artículo 311. La gestión fiscal estará regida y será ejecutada con base en principios de **eficiencia, solvencia, transparencia, responsabilidad y equilibrio fiscal**. Esta debe equilibrarse en el marco plurianual del presupuesto, de manera que los ingresos ordinarios deben ser suficientes para cubrir los gastos ordinarios. El Ejecutivo Nacional deberá presentar a la Asamblea Nacional para su sanción legal un marco plurianual para la formulación presupuestaria que establezca los límites máximos de gasto y endeudamiento que hayan de contemplarse en los presupuestos nacionales. La ley establecerá las características de este marco, los requisitos para su modificación y los términos de su cumplimiento. El ingreso que se genere por la explotación de la riqueza del subsuelo y los minerales, en general, propenderá a financiar la inversión real productiva, la educación y la salud. Los principios y disposiciones establecidas para la administración económica y financiera nacional, regularán la de los Estados y Municipios en cuanto sean aplicables. La ley especial de endeudamiento y el presupuesto anual, el Ejecutivo Nacional deberá hacer explícitos los objetivos de largo plazo para la política fiscal, y explicar cómo dichos objetivos serán logrados, de acuerdo a los principios de responsabilidad y equilibrio fiscal.

Por otro lado, la Ley Orgánica de la Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP) que entró en vigencia a partir del 05/09/2000 no regula los aspectos más fundamentales relacionados con las operaciones de crédito público, sobre todo las referentes a: cuál es el mecanismo de adjudicación de los títulos, cómo se convoca a una subasta, cómo se realizan los canjes de deuda, cómo se rescata la deuda no vencida, cuál es el precio mínimo que la República debería aceptar, cuál es la tasa de interés máxima que debería pagar, o en su defecto el trade-off entre el precio del bono y la tasa de interés que se puede aceptar; cuándo y qué se supone que la República debe recibir a cambio (efectivo, certificados de depósito, pago en especie, cédulas hipotecarias, etc.) y, por último, cuál debería ser la sanción para las compañías financieras que no cumplan con el acuerdo de la adjudicación.

Sin embargo, la LOAFSP establece entre otras cosas, lo siguiente:

Artículo 2.- La administración financiera del sector público comprende el conjunto de sistemas, órganos, normas y procedimientos que intervienen en la captación de ingresos públicos y en su aplicación **para el cumplimiento de los fines del Estado**, y estará regida por los principios Constitucionales de **legalidad, eficiencia, solvencia, transparencia, responsabilidad, equilibrio fiscal y coordinación macroeconómica**.

Artículo 76.- Se denomina crédito público a la capacidad de los entes regidos por esta Ley para endeudarse. *Las operaciones de crédito público se regirán por las disposiciones de esta Ley, su reglamento, las previsiones de la ley del marco plurianual del presupuesto y por las leyes especiales, decretos³⁵, resoluciones y convenios relativos a cada operación.*

Artículo 77.- Son operaciones de crédito público:

1. **La emisión y colocación de títulos, incluidas las letras del tesoro, constitutivos de empréstitos o de operaciones de tesorería**
2. La apertura de créditos de cualquier naturaleza.
3. La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de uno o más ejercicios posteriores a aquél en que se haya causado el objeto del contrato, siempre que la operación comporte un financiamiento.
4. El otorgamiento de garantías.
5. La consolidación, conversión, unificación o cualquier forma de refinanciamiento o reestructuración de deuda pública existente.

³⁴ Es necesario reproducir los artículos en su totalidad de lo contrario la extracción de frases o palabras fuera de contexto podrían prestarse a malas interpretaciones, por lo que usaremos negritas y subrayados para llamar la atención al lector de la idea fundamental que queremos resaltar del cada uno de los artículos.

³⁵ Las operaciones cuestionadas se rigen por la Ley Orgánica de Administración Financiera, La Ley de Endeudamiento de 2001, y muy particularmente por el Decreto 1572 que se presenta como anexo al final del documento.



Artículo 78.- Las operaciones de crédito público tendrán por objeto arbitrar recursos o fondos para realizar inversiones reproductivas, **atender casos de evidente necesidad o de conveniencia nacional**, incluida la dotación de títulos públicos al Banco Central de Venezuela para la realización de operaciones de mercado abierto con fines de regulación monetaria y cubrir necesidades transitorias de tesorería.

Artículo 80.- Conjuntamente con el proyecto de ley de presupuesto, el Ejecutivo presentará a la Asamblea Nacional, para su autorización mediante ley especial que será promulgada simultáneamente con la ley de presupuesto, el monto máximo de las operaciones de crédito público a contratar durante el ejercicio presupuestario respectivo por la República, el monto máximo de endeudamiento neto que podrá contraer durante ese ejercicio; así como el monto máximo de letras del tesoro que podrán estar en circulación al cierre del respectivo ejercicio presupuestario.

Los montos máximos referidos se determinarán, de conformidad con las previsiones de la ley del marco plurianual del presupuesto, atendiendo a la capacidad de pago y a los requerimientos de un desarrollo ordenado de la economía, y se tomarán como referencias los ingresos fiscales previstos para el año, las exigencias del servicio de la deuda existente, el producto interno bruto, el ingreso de exportaciones y aquellos índices macroeconómicos elaborados por el Banco Central de Venezuela u otros organismos especializados, que permitan medir la capacidad económica del país para atenderlas obligaciones de la deuda pública.

Una vez sancionada la ley de endeudamiento anual, el Ejecutivo Nacional procederá a celebrar las operaciones de crédito público en las mejores condiciones financieras que puedan obtenerse e informará periódicamente a la Asamblea Nacional.

Artículo 81.- Por encima del monto máximo a contratar autorizado por la ley de endeudamiento anual conforme al artículo precedente, sólo podrán celebrarse aquellas operaciones requeridas para hacer frente a gastos extraordinarios producto de calamidades o de catástrofes públicas, y aquellas que tengan por objeto el refinanciamiento o reestructuración de deuda pública, las cuales deberán autorizarse mediante ley especial. En este último caso, la Asamblea Nacional podrá otorgar al Poder Ejecutivo una autorización general para adoptar, dentro de límites, condiciones y plazos determinados, programas generales de refinanciamiento.

Artículo 86.- El Banco Central de Venezuela será consultado por el Ejecutivo Nacional sobre los efectos fiscales y macroeconómicos del endeudamiento y el monto máximo de letras del tesoro que se prevean en el proyecto de ley de endeudamiento anual a que se refiere este Capítulo.

Así mismo será consultado sobre el impacto monetario y las condiciones financieras de cada operación de crédito público. Dicha opinión no vinculante la emitirá el Banco Central de Venezuela en un plazo de cinco días hábiles contados a partir de la recepción de la solicitud de opinión. Si transcurrido este lapso el Banco Central de Venezuela no se hubiere pronunciado, el Ejecutivo Nacional podrá continuar la tramitación de las operaciones consultadas.

Artículo 96.- Se crea la Oficina Nacional de Crédito Público como órgano rector del Sistema de Crédito Público, la cual estará a cargo de un jefe de oficina, de libre nombramiento y remoción del Ministro de Finanzas, y tendrá por misión asegurar la existencia de políticas de endeudamiento, así como una eficiente programación, utilización y control de los medios de financiamiento que se obtengan mediante operaciones de crédito público. A tales efectos, la Oficina Nacional de Crédito Público tendrá las siguientes atribuciones:

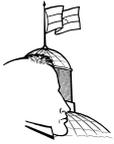
1. Participar en la formulación de los aspectos crediticios de la política financiera que para el sector público nacional elabore el Ministerio de Finanzas.
2. Proponer el monto máximo de endeudamiento que podrá contraer la República en cada ejercicio presupuestario, atendiendo a lo previsto en la ley del marco plurianual del presupuesto y a las políticas financiera y presupuestaria definidas por el Ejecutivo Nacional.
3. Mantener y administrar un sistema de información sobre el mercado de capitales que sirva para el apoyo y orientación a las negociaciones que se realicen para emitir empréstitos o contratar préstamos, así como para intervenir en las mismas.
4. Dirigir y coordinar las gestiones de autorización, la negociación y la celebración de las operaciones de crédito público.
5. **Dictar las normas técnicas que regulen los procedimientos de emisión, colocación, canje, depósito, sorteos, operaciones de mercado y cancelación de la deuda pública.**
6. **Dictar las normas técnicas que regulen la negociación, contratación y amortización de préstamos.**
7. Registrar las operaciones de crédito público en forma integrada al sistema de contabilidad pública.
8. Realizar las estimaciones y proyecciones presupuestarias del servicio de la deuda pública y supervisar su cumplimiento.
9. Dirigir y coordinar las relaciones con inversionistas y agencias calificadoras de riesgos.
10. Las demás atribuciones que le asigne la ley.

Artículo 98.- Los contratos de empréstitos, el otorgamiento de garantías y las operaciones de refinanciamiento o reestructuración de deuda pública, **se documentarán según lo establecido en las normas que al efecto dicte la Oficina Nacional de Crédito Público.**

Los contratos de empréstitos y los títulos de la deuda pública de la República llevarán la firma del Ministro de Finanzas o sus delegados, o del funcionario designado al efecto por el Presidente de la República. Se exceptúan aquellos títulos para los cuales se establezcan otras modalidades de emisión, incluida la utilización de procedimientos informáticos, de acuerdo con lo que establezca el respectivo decreto de emisión.

Por su parte la LOAP reafirma los principios que deben regir las actividades de la Administración Pública. El artículo 12 de la misma dice lo siguiente:

Artículo 12. La actividad de la Administración Pública se desarrollará con base en los principios de **economía**, celeridad, simplicidad administrativa, **eficacia**, objetividad, imparcialidad, honestidad, **transparencia**, buena fe y confianza. Asimismo, **se efectuará dentro de parámetros de racionalidad técnica y jurídica.**



La simplificación de los trámites administrativos será tarea permanente de los órganos y entes de la Administración Pública, así como la supresión de los que fueren innecesarios, todo de conformidad con los principios y normas que establezca la ley correspondiente.

A fin de dar cumplimiento a los principios establecidos en esta Ley, los órganos y entes de la Administración Pública deberán utilizar las nuevas tecnologías que desarrolle la ciencia, tales como los medios electrónicos, informáticos y telemáticos, para su organización, funcionamiento y relación con las personas. En tal sentido, cada órgano y ente de la Administración Pública deberá establecer y mantener una página en la Internet, que contendrá, entre otra información que se considere relevante, los datos correspondientes a su misión, organización, procedimientos, normativa que lo regula, servicios que presta, documentos de interés para las personas, así como un mecanismo de comunicación electrónica con dichos órganos y entes disponible para todas las personas vía Internet.

De acuerdo a los artículos antes referidos entonces se concluye que las operaciones de crédito público tienen por objeto arbitrar recursos o fondos para realizar inversiones reproductivas, atender casos de evidente necesidad o de conveniencia nacional y cubrir necesidades transitorias de tesorería, para lo cual el Ejecutivo debe proceder a celebrar las operaciones de crédito público en las mejores condiciones financieras que puedan obtenerse, bajo los principios de eficiencia y transparencia. Hay que recordar que la palabra eficiencia significa lograr un objetivo al menor costo posible.

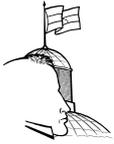
De aquí se desprende que al menos la Ley Orgánica de Administración Financiera es clara (sin lugar a ambigüedad) en cuanto a que el Ejecutivo debe garantizar siempre que dichas operaciones se realicen en las mejores condiciones financieras posibles, por lo que para determinar que una operación es mejor que otra siempre se requieren dos opciones y no una sola como sucedió en el caso de la adjudicación directa a CEDEL Casa de Bolsa. **Distinto sería que el Ministerio hubiese convocado a subasta en las mismas condiciones y sólo hubiese recibido las ofertas de CEDEL, Canarias y Central Banco Universal, o que éstos hubiesen hecho la mejor proposición de precio para la totalidad de la oferta negociada.** No se puede argumentar que porque CEDEL fue la única empresa que le presentó la oferta al Ministerio de Finanzas entonces esa era la única opción. Existía otra opción, la cual era llevar la propuesta de CEDEL al resto del sistema financiero y convocar a una subasta desde el primer momento. De hecho, en declaración pública y ante la Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional, la directiva de BANDES ha señalado que de haber recibido la oferta que se hizo a CEDEL, definitivamente hubiese adquirido parte de la emisión.

Por otro lado, tampoco se podría garantizar los principios de transparencia y eficiencia mediante el establecimiento de relaciones directas entre el Ministerio de Finanzas y algunas pocas instituciones financieras, mientras que se excluye a otras de la posibilidad de hacer sus ofertas. Es por ello que el mecanismo de negociaciones directas entre el Ministerio y las entidades Financieras es perverso, y no cumple con el principio fundamental de garantizar las mejores condiciones de colocación de la deuda pública.

Tanto la adjudicación directa a CEDEL Casa de Bolsa como las dos subastas subsiguientes de los bonos correspondientes a la emisión No. 411, clase I se realizaron con base a la *Ley Especial de Endeudamiento Anual para el Ejercicio Fiscal del año 2001*, (LE2001) publicada en G.O. Extraordinaria No. 5.504 el día 11/12/2000. Los artículos 9 y 10 de dicha Ley contemplan lo siguiente:

Artículo 9.- El Ejecutivo Nacional, en ejecución de las autorizaciones otorgadas, podrá contratar préstamos con instituciones financieras nacionales o internacionales; emitir y colocar títulos de la deuda pública en los mercados internos o externos, denominados en bolívares o en divisas, emitir pagares, aceptar letras de cambio; y en general suscribir cualquier contrato que se requiera a los fines de lograr el objeto de las autorizaciones dadas en esta Ley.

Artículo 10.- Los títulos de la Deuda Pública podrán ser nominativos o al portador, negociables o no, colocados a su valor par, con descuento o con prima; rescatados antes de su vencimiento mediante sorteo; adquiridos en los mercados financieros; e inscritos en cualquier bolsa de Valores en



Venezuela o en el exterior. **Podrán ser dados en pago a los acreedores respectivos y, al ser aceptados por éstos, se extinguirán las obligaciones existentes.** A su vencimiento podrán ser aceptados para el pago de cualquier tributo, impuesto o contribución nacional, así como sus accesorios.

En los decretos de emisión de los títulos se establecerán las clases, denominaciones, plazos, tasas de interés, monedas, condiciones, términos, características y demás particulares de dichos documentos según corresponda; o las determinaciones que se requieran, en los casos de los títulos desmaterializados, emitidos mediante procesos electrónicos o similares.

Vemos entonces que en la Ley de endeudamiento se empiezan a desarrollar ciertos aspectos relacionados con la contratación de operaciones de crédito público. El artículo 9 de la Ley de endeudamiento no puede ser interpretado de manera amplia, sino que tiene que tomar en consideración la ley marco que rige las operaciones de crédito público, es decir la LOAFSP, y muy en particular sus artículos 2, 76, 77 y 78, es decir, atendiendo a los principios de transparencia, eficiencia, y conveniencia nacional.

El artículo 10 por otro lado desarrolla un aspecto fundamental de las operaciones de crédito público, y es el hecho de utilizar bonos de la deuda pública como instrumento de pago a los acreedores de Ejecutivo Nacional, o lo que se conoce como una dación en pago. En este aspecto hay que tener muy claro que **toda dación en pago implica una operación de adjudicación directa de unos bonos como contraprestación de una deuda contraída** (ejemplo, pagos a contratistas de FONDUR mediante la utilización de bonos DPN) **mas no toda adjudicación directa implica necesariamente una dación en pago, ya que esta podría nacer de la negociación directa** entre el Ministerio de Finanzas y el futuro tenedor del bono, sin pasar por un mecanismo de subasta (ejemplo, la negociación entre CEDEL y el Ministerio). La ley de endeudamiento permite la primera, es decir la adjudicación directa como consecuencia de una dación en pago, mas no dice nada en cuanto a la segunda.

Estos elementos no están desarrollados en la LOAFSP, por lo que pasamos a discutir lo que establece el reglamento en relación a las modalidades de colocación de deuda en cuestión. Dicha normativa debería estar fundamentada en el artículo 96 de la LOAFSP, numerales 5 y 6 donde se establece que corresponde a la Oficina Nacional de Crédito Público elaborar las normas que regulen las operaciones de crédito público, sin embargo, al día de la elaboración de este informe no se había publicado el nuevo reglamento de operaciones de crédito público. Este hecho se configura en una violación al artículo 187 de la LOAFSP, el cual dice textualmente:

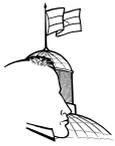
Artículo 187.- Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 172 de esta Ley, la Administración Pública, antes del 31 de diciembre del año 2002, ajustará sus estructuras y procedimientos a las disposiciones de esta Ley. **Asimismo, el Ejecutivo Nacional dictará los reglamentos necesarios antes del 15 de marzo de 2001.**

También se estaría violando la Ley Orgánica de la Administración Pública (**LOAP**), la cual dice lo siguiente:

Artículo 89. El Ejecutivo Nacional deberá aprobar el o los reglamentos necesarios para la eficaz aplicación y desarrollo de las leyes dentro del año inmediatamente siguiente a su promulgación.

Disposición Transitoria Tercera: A fin de dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 89 de la presente Ley, y dentro de los dos años siguientes a su promulgación, el Ejecutivo Nacional deberá elaborar y aprobar todos los reglamentos que fueren necesarios para el eficaz desarrollo de la legislación vigente al momento de la entrada en vigencia de la presente Ley y, en especial, de aquella promulgada luego de la entrada en vigencia de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela.

Es decir entonces que ya se violó el Art. 89, mientras que a partir del próximo 05/09/2003 se comenzaría a violar la disposición transitoria tercera de la LOAP de no haberse aprobado los reglamentos para ese momento.



En la actualidad existen dos reglamentos relacionados con operaciones de crédito público que están todavía vigentes. El primero llamado *Reglamento de Crédito Público*, (**RCP**) publicado en la G.O. No. 35.104 el 02/12/1992 bajo el Decreto No. 2.636 pertenece a la antigua Ley Orgánica de Crédito Público (G.O. No. 35.077 del 26/10/1992), la cual fue derogada con la entrada en vigencia de la Ley Orgánica de Administración Financiera en el 2000. Este reglamento desarrolla ciertos aspectos relacionados con la emisión de títulos materializados (es decir impresos en papel) pero no desarrolla los aspectos relacionados con la forma o el método de colocación de los bonos, la forma de pago, la fijación de precio, etc.

El segundo reglamento existente se llama “*Reglamento de la Ley Orgánica de Crédito Público relativo a la Emisión, Colocación y Cancelación de Títulos de la Deuda Pública Nacional Desmaterializados*”, (**RLOCP-ECC**) publicado en la G.O. No. 36.892 el 15/02/2000 bajo el Decreto No. 683, el cual también pertenece a la antigua ley de crédito público. Este reglamento dice lo siguiente:

Artículo 1°: Los términos y condiciones de la emisión, colocación y cancelación de Letras del Tesoro, Bonos de la Deuda Pública Nacional y otros títulos que representen obligaciones de la Nación Desmaterializados se hará de conformidad con lo establecido en la Ley Orgánica de Crédito Público, en el presente Reglamento, en el Reglamento de la Ley de Crédito Público, en cuanto sea aplicable, y en el respectivo Decreto de Emisión.

Artículo 2°: La colocación de los Títulos de la Deuda Pública Nacional Desmaterializados será realizada por el Banco Central, atendiendo a los lineamientos que a tal efecto le imparta el Ministerio de Finanzas.

Asimismo, el Ministerio de Finanzas instruirá al Banco Central de Venezuela, en cada oportunidad, los términos y condiciones de la colocación con atención a la situación del mercado, indicando en forma expresa los datos correspondiente a la emisión, la modalidad que revestirán los actos respectivos, la fecha valor de las operaciones, las condiciones financieras de cada colocación y los montos a ser colocados en cada acto. **Tales instrucciones deberán efectuarse con la antelación necesaria para efectuar la correspondiente convocatoria al acto**, mediante comunicación suscrita por el Director General de Finanzas Públicas o el Director de Administración de la Deuda Pública.

Artículo 3°: Las ofertas en el mercado primario y secundario, así como lo relativo al procedimiento de adjudicación y cancelación de Títulos de la Deuda Pública Nacional Desmaterializados, se efectuará de conformidad con las disposiciones que en materia de negociaciones a través de mecanismos electrónicos haya dispuesto el Banco Central de Venezuela.

Artículo 4°: Las ofertas en el mercado primario para la adquisición de Títulos de la Deuda Pública Nacional Desmaterializados, se efectuarán a través de la Mesa de Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Venezuela, por vía telefónica o por cualquier otro medio electrónico que establezca dicho Organismo.

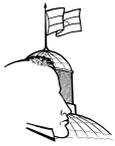
Parágrafo Primero: **El Banco Central de Venezuela adjudicará en el mercado primario los títulos de la siguiente manera: a) a través de subastas competitivas; b) a través de subastas no competitivas; y c) por adjudicación directa, de acuerdo a lo que determine al efecto el Ministerio de Finanzas.**

Parágrafo Segundo: El Banco Central de Venezuela, en cumplimiento de las instrucciones del Ministerio de Finanzas, podrá declarar desierto en el mercado primario el acto de colocación, sin necesidad de especificar las razones que motivaron dicha decisión.

También encontramos los siguientes artículos contenidos en las resoluciones del BCV-MF y del BCV relativos a las colocaciones de títulos públicos (resoluciones que se presentan en su totalidad al final del informe):

RESOLUCION No. 00-03-01: NORMAS QUE REGIRÁN LAS OFERTAS DE TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA NACIONAL DESMATERIALIZADOS. (**RES-BCV-MF**)

Artículo 1°.- Las ofertas en el mercado primario y secundario, así como lo relativo al procedimiento de colocación y cancelación de Letras del Tesoro, Bonos de la Deuda Pública Nacional y otros títulos que representen obligaciones de la Nación, emitidos por la República en forma desmaterializada, estarán sujetos a lo dispuesto en las presentes normas y en la Resolución del Banco Central de Venezuela N° 98-05-02 del 7 de mayo de 1998, publicada en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 36.453 del 14 de mismo mes y año, y en los instructivos dictados por este Instituto al efecto.



RESOLUCION No. 98-05-02. NORMAS QUE REGIRAN LAS OFERTAS DE TÍTULOS DE CRÉDITO DESMATERIALIZADOS DEL BANCO CENTRAL DE VENEZUELA³⁶ (RES-BCV)

Artículo 4°.- Las ofertas en el mercado primario para la adquisición de títulos de crédito desmaterializados, se efectuarán a través de la Mesa de operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Venezuela, por vía telefónica o por cualquier otro medio electrónico que establezca el Banco Central de Venezuela, en las oportunidades que determine la Administración del Instituto Emisor y **los actos de adjudicación de títulos de crédito desmaterializados tendrán una duración de treinta (30) minutos aproximadamente.**

Artículo 5°.- La Gerencia de operaciones Monetarias del Instituto en el supuesto de operaciones del mercado primario notificará la oportunidad en que tendrá lugar el acto de adjudicación correspondiente así como los términos y condiciones inherentes a las operaciones entre el Banco Central de Venezuela y los participantes y las condiciones financieras de los títulos a adjudicarse a través del sistema electrónico de transferencia de datos utilizado por el Instituto Emisor, u otro medio de comunicación autorizado por la Administración de dicho Organismo.

Artículo 6°.- Los interesados en la adquisición de títulos a que se refiere esta Resolución, **en colocación primaria efectuaran su única oferta por acto y por plazo de adjudicación al Banco Central de Venezuela cuyo monto no debe exceder del treinta por ciento (30%) del total del valor nominal de los títulos a colocar por plazo.** Dicha limitación no se aplicará para las operaciones que se celebren en el mercado secundario.

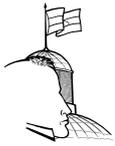
Artículo 7°.- El Banco Central de Venezuela adjudicará en el mercado primario los títulos de la siguiente manera: a) A través de subastas competitivas; b) A través de subastas no competitivas; y, c) Por adjudicación directa.

A partir de este último reglamento (**RLOCP-ECC**), y de las dos resoluciones del BCV podemos decir que lo normal es que los títulos de DPN se adjudiquen en el mercado **primario mediante mecanismos de subastas**, para lo cual el Ministerio tiene que dar las instrucciones al BCV **con suficiente antelación para convocar al acto.** Se regula también la duración del proceso de adjudicación, la cual debe ser de 30 minutos aproximadamente.

Un elemento fundamental de las resoluciones del BCV-MF y del BCV es el hecho de que se garantiza la **libre competencia** durante el proceso de subasta, es decir no se permite que ningún ente financiero obtenga una posición de dominio (mediante la adquisición de la totalidad de la oferta de la subasta) al adquirir los bonos, para lo cual se hace obligatorio que el monto de **cada oferta no exceda del treinta por ciento (30%) del total del valor nominal de los títulos a colocar por plazo.** Al adquirir los bonos mediante adjudicación directa CEDEL obtuvo una posición de dominio en el mercado de bonos de la emisión 411 clase I, por lo menos durante los días comprendidos entre el 26/07/2002 y el 08/08/2002, ya que hasta esa fecha en el mercado no se habían colocado más bonos de dicha clase (los cuales son muy rentables por su porcentaje de referencia), y los pocos que existían (10.416 millones) y que se habían colocado mediante subasta en el 99, estaban en poder del BANDES.

El otro elemento que es importante resaltar es que según lo establecido en el parágrafo primero del Art. 4 de la **RLOCP-ECC** y el Art. 7 de la RES-BCV, el Banco Central de Venezuela adjudicará en el mercado primario los títulos de la siguiente manera: a) **a través de subastas competitivas**; b) a través de **subastas no competitivas**; y c) **por adjudicación directa**, de acuerdo a lo que determine al efecto el Ministerio de Finanzas. Sin embargo, reiteramos otra vez, estos artículos no pueden ser interpretados de manera amplia y fuera del contexto de la ley marco de las operaciones de crédito público (LOAFSP) y sin referirse a la Ley de Endeudamiento del 2001, en las cuales se establecen los principios que deben regir las operaciones de crédito público, así como indirectamente en qué caso en particular se puede usar la adjudicación directa de DPN. Como ya lo mencionamos anteriormente cuando nos referimos a la Ley de Endeudamiento del 2001, la misma contempla la posibilidad de que el Ejecutivo Nacional pueda utilizar los bonos para cancelar sus deudas con diferentes entes, es decir, usarlos como dación en pago, y como ya lo discutimos, toda dación en pago lleva implícita una adjudicación directa, por cuanto el mecanismo de

³⁶ Se incluye al final del informe ambas resoluciones del BCV



subasta en este caso sería inaplicable.

No obstante lo anterior, **se ha querido dejar ver que toda adjudicación directa es equivalente a una dación en pago**, lo cual como ya hemos expresado no es cierto, pero como la ley marco (LOAFSP) no prohíbe cualquier otro tipo de adjudicación directa, ni establece las condiciones expresadas en las cuales la misma aplicaría nos encontramos con que las leyes y reglamentos de crédito público presentan una ambigüedad (o vacío) legal que pudiera ser negativa para la sanidad de las finanzas públicas.

Debido a este vacío legal y dada la necesidad de responder si las características de la adjudicación directa (adjudicación directa, pago en certificados de depósito, precio) son legales, si son algo nuevo o es una vieja práctica, etc., nos vemos en la necesidad de acudir a lo que venía siendo la práctica en la materia, es decir ver que venían haciendo los Ministros anteriores mediante sus decretos de emisiones y mediante sus colocaciones primarias de bonos, para lo cual la información de REUTERS y la información recopilada de las gacetas oficiales serán fundamentales.

IV.1.- Adjudicación Directa

El Decreto en el cual se basa la operación es el No. 1.572, publicado en la Gaceta Oficial (G.O.) No. 5.589³⁷. Dicho decreto en su artículo 2 permite la colocación primaria, dación en pago o la adjudicación directa de los bonos. Sin embargo, esta última frase “*adjudicación directa*” sólo viene apareciendo (de manera abierta y continua) en las emisiones de bonos publicadas en las G.O. a partir del 15/03/2002 con el Ministro Encargado Eudomar Tovar, quien empezó a ejercer dicho cargo a partir del 11/03/2002. Después continuaron con esta práctica el Ministro Tobías Nóbrega y el Ministro Encargado Jesús Bermúdez. Aún cuando el reglamento **RLOCP-ECC** que tiene la frase “*adjudicación directa*” fue aprobado bajo su gestión, el Ministro Rojas no incluyó esta modalidad en sus decretos de emisión de bonos.

El Decreto 1.572, en el cual se basan las operaciones a investigar fue firmado por el Ministro Nelson Merentes el 03/11/2001, pero no fue publicado en G.O. hasta el 06/06/2002. Dicho decreto rompe con el patrón de los decretos firmados por el Ministro Merentes con anterioridad en cuanto a la forma de redacción, y más fundamentalmente en cuanto a la aparición de las frases “*adjudicación directa*” y “*efectivo cuando corresponda*”.

Haciendo una revisión histórica de las emisiones de bonos se observa que durante cierto periodo histórico las colocaciones eran hechas exclusivamente por subastas (Maritza Izaguirre). Durante su gestión también se contemplaban *adjudicaciones directas* de bonos (aunque no aparece dicha frase como tal) a las **empresas del Estado** para cancelar deudas por servicios públicos. Dichos bonos no eran negociables en el mercado. Ejemplo: Empresas Eléctricas e Hidroven. Durante esta gestión también se contempló la posibilidad de entregar bonos como dación en pago, es decir como forma de pago de bienes o servicios que el Estado recibió y que no había cancelado en su totalidad, y por lo cual la colocación se hacía de manera directa. Ejemplos: Pagos a contratistas y a empleados públicos por deudas vencidas.

³⁷ El mismo se encuentra como anexo al final del informe.



Durante la gestión del Ministro José Rojas también se contemplaron los dos casos anteriores, pero se abre la posibilidad de cambiar bonos que estaban próximos a vencerse por nuevos bonos (operación de canje). Con Rojas se materializan las primeras daciones en pago (a empleados Públicos, al BCV) así como los canjes de deuda, y con ello se hizo necesario especificar en la ley claramente cuáles serían los medios de pago de cada operación. A partir de ese momento Rojas clarificó en los decretos de emisión de bonos claramente, y sin ambigüedades, cuál sería el medio de pago de cada operación, pero nunca habla de adjudicación directa de manera explícita. Merentes siguió la misma práctica con los decretos que firmó (y que fueron publicados en Gaceta Oficial) durante su gestión, pero lo mismo no ocurrió con los decretos que firmó pero que fueron publicados tardíamente, una vez que ya no era Ministro.

Ahora bien el argumento que utilizan el Ministerio de Finanzas y la Casa de Bolsa CEDEL³⁸ para defender la adjudicación directa es que ésta no era la primera vez que se realizaba, y que la misma es exactamente igual a los pagos que FONDUR le hace a sus contratistas, es decir, se interpreta que la frase “*dación en pago*” y “*adjudicación directa*” (del tipo realizado con CEDEL) son exactamente lo mismo. Las daciones en pago, los canjes de deuda, o las adjudicaciones directas a las empresas públicas mediante el uso de bonos DPN implican un cambio de un pasivo que el Ejecutivo Nacional tiene con algún ente descentralizado de carácter público o con otra persona, natural o jurídica (bien sea por salarios, o la adquisición de bienes y servicios que no han sido cancelados) por otra forma de pasivo.

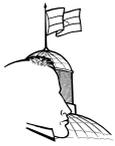
Aunque las daciones en pago, canje de deuda y recapitalización de empresas públicas se hagan de manera directa entre el Ministerio de Finanzas y los acreedores del Ejecutivo o las empresas públicas, las mismas no pueden ser equiparadas con la adjudicación directa que se realizó con CEDEL (que es una empresa privada). Las 3 primeras implican el cambio de un tipo de deuda por otra (o movimientos dentro de las cuentas de pasivo y patrimonio), mientras que la operación con CEDEL implica la obtención de recursos financieros (efectivo = **Activo**) por parte del Ejecutivo a cambio de la **generación de un pasivo**.

Por otro lado la adjudicación directa del tipo realizado con CEDEL viola el espíritu de la Constitución Nacional en los principios de eficiencia, libertad económica y libre competencia establecidos en los artículos 299 y 113:

Artículo 299. El régimen socioeconómico de la República Bolivariana de Venezuela se fundamenta en los principios de justicia social, democratización, **eficiencia, libre competencia**, protección del ambiente, productividad y solidaridad, a los fines de asegurar el desarrollo humano integral y una existencia digna y provechosa para la colectividad. El Estado conjuntamente con la iniciativa privada promoverá el desarrollo armónico de la economía nacional con el fin de generar fuentes de trabajo, alto valor agregado nacional, elevar el nivel de vida de la población y fortalecer la soberanía económica del país, garantizando la seguridad jurídica, solidez, dinamismo, sustentabilidad, permanencia y equidad del crecimiento de la economía, para garantizar una justa distribución de la riqueza mediante una planificación estratégica democrática participativa y de consulta abierta.

Artículo 113. No se permitirán monopolios. Se declaran contrarios a los principios fundamentales de esta Constitución cualquier acto, actividad, conducta o acuerdo de los particulares que tenga por objeto el establecimiento de un monopolio o que conduzca, por sus efectos reales e independientemente de la voluntad de aquéllos, a su existencia, cualquiera que fuere la forma que adoptare en la realidad. También es contraria a dichos principios **el abuso de la posición de dominio que un particular, un conjunto de ellos o una empresa o conjunto de empresas**, adquiera o haya adquirido en un determinado mercado de bienes o de servicios, con independencia de la causa determinante de tal posición de dominio, así como cuando se trate de una demanda concentrada. **En todos los casos antes indicados, el Estado deberá adoptar las medidas que fueren necesarias para evitar los efectos nocivos y restrictivos del monopolio, del abuso de la posición de dominio y de las demandas concentradas, teniendo como finalidad la protección de los consumidores, los productores y el aseguramiento de condiciones efectivas de competencia en la economía.** Cuando se trate de explotación de recursos naturales propiedad de la Nación o de la prestación de servicios de naturaleza pública con exclusividad o sin ella, el Estado podrá otorgar concesiones por tiempo determinado, **asegurando siempre la existencia de contraprestaciones o contrapartidas adecuadas al interés público.**

³⁸ Según Tal Cual del 15/08/2002 y el Nacional del 18/08/2002



Aunque el Estado tiene la potestad de otorgar derechos a los particulares que los conviertan en un monopolio, como por ejemplo en el otorgamiento de una concesión de explotación de minas, o una concesión para prestar el servicio eléctrico, etc. dichas prácticas tienen una argumentación económica detrás que las hace necesarias, las cuales no podrían ser aplicadas al caso de la restricción de la competencia que se produce en el caso de CEDEL Casa de Bolsa. Mas aún, en los últimos tiempos hasta los monopolios naturales están siendo modificados por estructuras más competitivas (como por ejemplo en el sector eléctrico y de telecomunicaciones). **Cuando se procedió a negociar directamente con CEDEL, y posiblemente con otro número reducido de bancos durante las semanas que precedieron al día 26/07/2002, el Ministerio de Finanzas promovió el establecimiento de un monopolio (u oligopolio) de bonos de la serie 411, e incurrió en las prácticas restrictivas que caracterizan a este tipo de organizaciones.** A este respecto, la Ley para Promover y Proteger el Ejercicio de la Libre Competencia establece lo siguiente:

Artículo 3- A los efectos de esta Ley se entiende por libertad económica, el derecho que tienen todas las personas a dedicarse a la actividad económica de su preferencia sin más limitaciones que las derivadas de los derechos de los demás y las que establezcan la Constitución y leyes de la República.

Se entiende por actividad económica, toda manifestación de producción o comercialización de bienes y de prestación de servicios dirigidos a la obtención de beneficios económicos.

Se entiende por libre competencia, aquella actividad de la cual existan las condiciones para que cualquier sujeto económico, sea oferente o demandante, tenga completa libertad de entrar o salir del mercado, y **quienes están dentro de él, no tengan posibilidad, tanto individualmente como en colusión con otros, de imponer alguna condición en las relaciones de intercambio.**

Artículo 5.- Se prohíben las conductas, prácticas, acuerdos, convenios, contratos o decisiones que impidan, **restringan,** falseen o **limiten la libre competencia.**

Artículo 6.- Se prohíben las actuaciones o conductas de quienes, no siendo titulares de un derecho protegido por la Ley, **pretendan impedir u obstaculizar la entrada** o la permanencia de empresas, productos o servicios **en todo o parte del mercado.**

Artículo 9.- Se prohíben los acuerdos o convenios, que se celebren directamente o a través de uniones, asociaciones, federaciones, cooperativas y otras agrupaciones de sujetos de aplicación de esta Ley, **que restrinjan o impidan la libre competencia entre sus miembros.**

Se prohíben los acuerdos o decisiones tomados en asambleas de sociedades mercantiles y civiles contrarios a los fines anteriormente señalados.

Artículo 11.- Se prohíben las concentraciones económicas, en especial las que se produzcan en el ejercicio de una misma actividad, **cuando a consecuencia de ellas se generen efectos restrictivos sobre la libre competencia o se produzca una situación de dominio en todo o parte del mercado.**

Artículo 13.- Se prohíbe el abuso por parte de uno o varios de los sujetos de esta Ley de su posición de dominio, en todo o parte del mercado nacional y, en particular, quedan prohibidas las siguientes conductas:

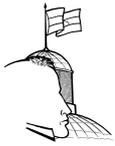
1. **La imposición discriminatoria de precios y otras condiciones de comercialización o de servicios;**
2. La limitación injustificada de la producción, de la distribución o del desarrollo técnico o tecnológico en perjuicio de las empresas o de los consumidores;
3. La negativa injustificada a satisfacer las demandas de compra de productos o de prestación de servicios;
4. **La aplicación, en las relaciones comerciales o de servicios, de condiciones desiguales para prestaciones equivalentes que coloquen a unos competidores en situación de desventaja frente a otros;**
5. La subordinación de la celebración de contratos a la aceptación de prestaciones suplementarias que, por su naturaleza o con arreglo a los usos del comercio, no guarden relación con el objeto de tales contratos; y
6. Otras de efecto equivalente.

Artículo 14.- A los efectos de esta Ley, existe posición de dominio:

1. **Cuando determinada actividad económica es realizada por una sola persona o grupo de personas vinculadas entre sí, tanto en condición de comprador como de vendedor y tanto en su condición de prestador de servicios como en su calidad de usuario de los mismos;**
2. Cuando existiendo más de una persona para la realización de determinado tipo de actividad, no haya entre ellas competencia efectiva.

Artículo 15.- Se tendrá como personas vinculadas entre sí a las siguientes:

1. Personas que tengan una participación del cincuenta por ciento (50%) o más del capital de la otra o ejerzan de cualquier otra forma el control sobre ella;



2. Las personas cuyo capital sea poseído en un cincuenta por ciento (50%) o más por las personas indicadas en el ordinal anterior, o que estén sometidas al control por parte de ellas; y
3. Las personas que, de alguna forma, estén sometidas al control de las personas que se señalan en los ordinales anteriores.

Parágrafo Único : **Se entiende por control a la posibilidad que tiene una persona para ejercer una influencia decisiva sobre las actividades de uno de los sujetos de aplicación de esta Ley, sea mediante el ejercicio de los derechos de propiedad o de uso de la totalidad o parte de los activos de éste, o mediante el ejercicio de derechos o contratos que permitan influir decisivamente sobre la composición, las deliberaciones o las decisiones de los órganos del mismo o sobre sus actividades.**

Para poder entender que existe la posibilidad de que la transacción de la adjudicación directa (y las subsiguientes actuaciones de los agentes involucrados) pudo violar la Ley para Promover y Proteger el Ejercicio de la Libre Competencia es necesario describir las relaciones que existen entre las empresas financieras involucradas, los directores de las mismas, así como parte de algunas otras empresas relacionadas con éstas o con las compras de los bonos, ya que estos aspectos son sumamente importantes para la discusión del mercado que adquirió los bonos y la fijación del precio de los mismos.

Los dueños de **CEDEL Casa de Bolsa** son **Eligio Cedeño**, Santos Luis Cedeño, Filiberto Hidalgo y **Oswaldo Lairt**. En la actualidad el accionista mayoritario es Eligio Cedeño con 95,6% del capital accionario³⁹.

El **Banco Canarias**⁴⁰ está relacionado de manera accionaria con la Casa de Bolsa CEDEL. De hecho **Eligio Cedeño** aparece como **Director Principal** y **Oswaldo Lairt** aparece como **Director Suplente**, según la información de la junta directiva publicada en la página de internet de dicho banco.

Otros miembros de la junta directiva del Banco Canarias que aparecen en internet y que valen la pena mencionar son⁴¹: el **Sr. A**, quien es el Presidente Ejecutivo y accionista importante del Banco Canarias y del Grupo Bancentro; el **Sr. B** y el **Sr. C** quienes son Directores Principales del Canarias, estos dos últimos a su vez ejercen funciones de Presidente y Vice-Presidente respectivamente de diversas compañías de seguros pertenecientes al **Grupo Bancentro**. El **Grupo Bancentro** está conformado por: Seguros Bancentro, Seguros Avila, General de Seguros, Seguros Los Andes, Seguros Sofitasa y Seguros Canarias⁴².

El **Central Banco Universal** tiene entre sus directores principales a la **Sra. D**, quien es a su vez esposa del **Sr. A (del Banco Canarias)**.

La Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo, recientemente fue adquirida por CEDEL Casa de Bolsa⁴³. Las intenciones del Banco Canarias (cuyo tren directivo está relacionado con CEDEL y el Grupo Bancentro) de adquirir la entidad quedaron plasmadas en el balance auditado de La Margarita correspondiente al mes de Diciembre del 2001⁴⁴ ya que en él se dice textualmente lo siguiente:

Con fecha 27 de diciembre 2001, los accionistas de la Entidad suscribieron un compromiso con el Banco Canarias de Venezuela, C.A. de venderles mínimo el 60% de las acciones de la Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo, C.A. y se expresó el deseo de estos señores de adquirir el 100% de las acciones. Este acuerdo está sujeto a que la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras autorice el nuevo aumento de capital, que los accionistas renuncien a los derechos preferentes de

³⁹ Según Tal Cual 15/08/2002

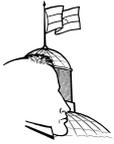
⁴⁰ Según Tal Cual del 14/08/2002 y según lo declaró la Presidenta de la Comisión Nacional de Valores en entrevista concedida al Nacional el día 23/08/2002.

⁴¹ Usaremos letras para denotar los nombres de estas personas ya que no necesariamente están relacionadas con el problema de la adjudicación directa.

⁴² Según El Universal del 07/03/2001

⁴³ Según Tal Cual 14/08/2002

⁴⁴ El cual se puede bajar de la página de la Asociación Bancaria, en la sección de Entidades de Ahorro y Préstamo.



suscribir el nuevo capital y que el proceso de venta mínima de capital sea autorizado por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras. En fecha 24 de enero 2002, se efectuaron modificaciones al compromiso original de compra-venta de acciones, sustituyendo al comprador por Seguros Bancentro, C.A.

Inclusive, el Superintendente de Bancos confirmó que la Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo está en proceso de fusión con el Banco Canarias en la interpelación que le hiciera la Sub-Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional el día 04/09/2002.

De acuerdo a lo dicho anteriormente, hay una alta probabilidad de que la Casa de Bolsa CEDEL, el Banco Canarias, el Central Banco Universal, La Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo y posiblemente el grupo asegurador Bancentro sean personas vinculadas, de acuerdo a la definición de la Ley de Pro-Competencia, o que formen un Grupo Financiero de acuerdo a lo estipulado en la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras (LGBOIF) en los siguientes artículos:

Artículo 161. Se entiende por grupo financiero bajo el ámbito de aplicación de este Decreto Ley, el conjunto de bancos, entidades de ahorro y préstamo, otras instituciones financieras y demás empresas que constituyan una unidad de decisión o gestión, de acuerdo con lo establecido en el presente artículo.

Se considera que existe unidad de decisión o gestión, cuando un banco, institución financiera o entidad de ahorro y préstamo tiene respecto de otras sociedades o empresas, o cuando personas naturales o jurídicas tienen respecto del mismo:

1. Participación directa o indirecta igual o superior al cincuenta por ciento (50%) de su capital o patrimonio.
2. Control igual o superior a la tercera parte de los votos de sus órganos de dirección o administración.
3. Control sobre las decisiones de sus órganos de dirección o administración, mediante cláusulas contractuales, estatutarias o por cualquier otra modalidad.

También podrán ser consideradas personas vinculadas o relacionadas aquellas personas naturales, jurídicas o entidades o colectividades cuando tengan entre sí vinculación accionaria, financiera, organizativa o jurídica, y existan fundados indicios de que con la adopción de formas y procedimientos jurídicos ajustados a derecho, se han utilizado como medio para eludir las prohibiciones de este Decreto Ley o disminuido la responsabilidad patrimonial que deriva de los negocios realizados con el respectivo ente.

La Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras podrá incluir dentro de un grupo financiero a cualquier empresa, aún sin configurarse los supuestos señalados en los numerales anteriores, cuando exista entre alguna o algunas de las instituciones regidas por este Decreto Ley y otras empresas, influencia significativa o control.

Se entiende que existe influencia significativa cuando un banco, institución financiera o entidad de ahorro y préstamo tiene sobre otras empresas, o éstas sobre los mismos, capacidad para afectar en un grado importante, las políticas operacionales o financieras. Igualmente, existe influencia significativa, cuando un banco, institución financiera o entidad de ahorro y préstamo tiene respecto de otras sociedades o empresas, o cuando personas naturales o jurídicas tienen respecto de alguno de ellos participación directa o indirecta entre el veinte por ciento (20%) y el cincuenta por ciento (50%) del capital social.

Igualmente, podrán ser consideradas por la Superintendencia de Bancos y Otras instituciones Financieras como empresas relacionadas a un grupo financiero, aquellas empresas que realicen habitualmente obras o servicios para un banco, entidad de ahorro y préstamo u otra institución financiera, en un volumen que constituya la fuente principal de sus ingresos, siempre que se evidencien relaciones operacionales o de crédito.

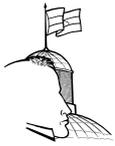
La Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras también incluirá en un grupo financiero, cuando lo considere conveniente, a las sociedades propietarias de acciones de las instituciones financieras integrantes del grupo, que controlen dichas instituciones.

Artículo 162. El término empresas a que se refiere el artículo anterior comprende también las filiales, afiliadas y relacionadas, estén o no domiciliadas en el país, cuyo objeto o actividad principal sea complementario o conexo al de los bancos, otras instituciones financieras y entidades de ahorro y préstamo.

Conforme a lo establecido en la presente Sección, las filiales, afiliadas y relacionadas domiciliadas o constituidas en el exterior, formarán parte integrante del grupo financiero respectivo.

Artículo 163. La Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras queda facultada para determinar los bancos, instituciones financieras y entidades de ahorro y préstamo que forman parte de un grupo financiero, conforme a lo señalado en los artículos 161 y 162 de este Decreto Ley. La Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras excluirá a una empresa o institución de un grupo financiero, cuando cesaren las causas que motivaron su vinculación.

Artículo 164. En caso de que en el grupo financiero participen sociedades o empresas, sometidas al control de dos (2) o más autoridades supervisoras, éstas acordarán los procedimientos conforme a los cuales se realizarán dichas labores de control. La coordinación de estas labores corresponderá a la autoridad supervisora que controle el sector de sociedades o empresas, que reúnan la mayor cantidad de activos



del grupo. A tales efectos, se constituirá un comité de coordinación interinstitucional integrado por el Presidente del Banco Central de Venezuela, el Superintendente de Bancos y Otras Instituciones Financieras, el Superintendente de Seguros y el Presidente de la Comisión Nacional de Valores, o por los funcionarios que cada uno de ellos designe.

Artículo 168. A los efectos de la inspección, supervisión, vigilancia, regulación y control que ejerce la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, ésta podrá determinar que existe relación entre bancos, instituciones financieras, entidades de ahorro y préstamo y empresas cuya actividad no sea complementaria o conexas a éstos, y sin que conformen un grupo financiero, cuando se configuren los supuestos previstos en el numeral 7 del artículo 185 de este Decreto Ley.

También podrán ser consideradas personas vinculadas o relacionadas, aquellas personas naturales, jurídicas o entidades o colectividades cuando tengan entre sí vinculación accionaria, financiera, organizativa o jurídica, y existan fundados indicios, de haberse utilizado como medio para eludir las prohibiciones de este Decreto Ley o disminuido la responsabilidad patrimonial que deriva de los negocios realizados con el respectivo ente. Igualmente podrá ser considerada relacionada la persona, entidad o colectividad que ejerza directa o indirectamente la administración o posea la mayor proporción de capital de alguna de las personas jurídicas referidas.

Artículo 185 Numeral 7: "...A los fines de esta limitación, las personas se considerarán vinculadas entre sí, en los siguientes casos:

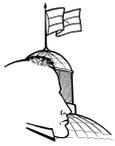
- a. Las personas naturales respecto a sus cónyuges, separados o no de bienes, y parientes dentro del cuarto (4°) grado de consanguinidad y segundo (2°) de afinidad, así como a las sociedades mercantiles o civiles donde éstas tengan una participación individual superior al veinte por ciento (20%) del patrimonio, según sea el caso; o cuando en la administración de la sociedad en cuestión, su participación sea equivalente a un cuarto (1/4) o más del total de miembros de la Junta Administradora del banco o institución financiera respectiva.
- b. Las personas jurídicas respecto a sus accionistas o socios cuando éstos tengan una participación individual mayor del veinte por ciento (20%) de patrimonio, según sea el caso; o que la respectiva participación sea equivalente a un cuarto (1/4) o más del total de los miembros de la junta administradora de la sociedad en cuestión....."
- c. Las personas jurídicas que tengan directa o indirectamente uno (1) o más accionistas o socios comunes y éstos posean en las empresas una participación individual mayor del veinte por ciento (20%) de patrimonio, según sea el caso; o cuando un cuarto (1/4) o más del total de los miembros de la junta administradora de las personas jurídicas coincidan.

De acuerdo a la LGBOIF y a la Ley para Promover y Proteger el Ejercicio de la Libre Competencia existen elementos que nos hacen pensar que las compañías previamente mencionadas podrían pertenecer a un grupo financiero o a un grupo vinculado, hecho que sólo podrá ser corroborado por los organismos de control competentes como lo son la **Superintendencia para la Promoción y Protección de la Libre Competencia, la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, la Superintendencia de Seguros y la Comisión Nacional de Valores**, debido a que estos entes son los que tienen acceso directo a la información sobre la participación accionaria de cada una de las personas naturales y jurídicas propietarias de cada una de las compañías, así como a la identificación y domicilio de las mismas. Son, además, los que tienen la responsabilidad de velar por el mejor funcionamiento de las actividades económicas desarrolladas por los entes involucrados. Esta información es importante, además, para establecer si las subastas que se llevaron a cabo los días 8 y 9 de agosto se realizaron bajo condiciones de mercado.

Se ha sugerido que no se monopolizaron los bonos de la emisión reaperturada 411 porque después se realizaron dos subastas en las cuales el mercado **validó la operación**. Dicha afirmación podría carecer de validez por varias razones:

Primera, la subasta de bonos de la serie 411 realizada el 08/08/2002 fue convocada a las 11:46 a.m. para ser realizada entre las 12:00 y 12:30 p.m., es decir justo antes de la hora de almuerzo en la que posiblemente varios tesoreros estaban a punto de salir de sus oficinas o en proceso de hacerlo, o no tuvieron el tiempo suficiente para tomar las decisiones. Aunque no es la primera vez que se convoca una subasta con tan poco tiempo de anticipación (según la data de REUTERS) por lo menos sí es la primera vez, al menos desde julio de 2000, que se convoca una subasta para ser llevada a cabo al mediodía.

Segunda, dicha subasta fue realizada después de que en la mañana se hubieran realizado 3 subastas (las cuales fueron convocadas el día anterior) y en una de las cuales se logró colocar el total del



monto ofertado, por lo que la liquidez en el mercado pudo haber bajado para ese momento, al menos para los agentes que compraron en la mañana⁴⁵.

Tercera, el que hayan participado tres bancos en dichas condiciones, y que dos de los cuales hayan ofrecido precios muy parecidos a la adjudicación directa podría estar reflejando una de tres cosas o una combinación de ellas: i) que ese era el verdadero precio del mercado; ii) que posiblemente conocían de la operación de adjudicación con anterioridad a la convocatoria, ya que como el mismo Ministro y el presidente de la Casa de Bolsa CEDEL han indicado en diferentes medios de prensa, habían otros bancos a los que se les había ofrecido la operación; y iii) que conocían (directa o indirectamente) de la adjudicación directa, porque se enteraron de que se estaban ofertando en el mercado secundario dichos títulos a precios excepcionalmente rentables para la banca. Incluso, el hecho de que no participaran más entidades financieras en la subasta del 08/08 lo que podría estar demostrando es que la banca no se quería arriesgar a adquirir dichos títulos dados los precedentes y las características de la adjudicación directa. Corresponde a los organismos oficiales investigar todas estas posibilidades.

Cuarta, a partir de las denuncias del diputado Armas el día 08/08/2002 sería lógico esperar que el resto del sistema financiero que pudiera haber desconocido hasta ese momento de la operación de adjudicación directa decidiera no participar en la subasta del 09/08/2002 y menos en las condiciones económicas en las que se presentaron (más desfavorables que las del día anterior).

Quinta, la subasta realizada el día 09/08 la adquirió casi en su totalidad CEDEL, según declaraciones del mismo Presidente de dicha empresa⁴⁶. La Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo también adquirió parte de esta subasta, pero hay que recordar que la misma conocía de la operación y que pertenece al mismo grupo financiero de CEDEL Casa de Bolsa. Incluso el Ministro de Finanzas y el Superintendente de Bancos confirmaron ambos hechos (que la Margarita participó en una de las subastas y que se está fusionando con el Banco Canarias) en la interpelación que les hiciera la Sub-Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional el día 04/09/2002.

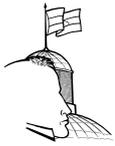
Sexta, después de que el mercado conoció la denuncia del Diputado Armas acerca de las condiciones de la adjudicación directa, y de la subasta del día 08/08/2002, sería lógico esperar que si habían todavía existían instituciones financieras interesadas en participar en la segunda subasta éstas lo harían tomando ventaja de la posición debilitada del Ministerio, es decir ofertando a precios por debajo de lo que compró CEDEL ya que ahora los títulos no serían financiados.

IV.2 - Precio de los bonos adjudicados directamente y de las siguientes subastas

Los bonos utilizados en las operaciones cuestionadas fueron bonos que se emitieron en 1999, después de la tragedia nacional de Vargas, y de los cuales sólo se conocían dos colocaciones en 1999. A partir de esa fecha quedó fijado el porcentaje de referencia que obtendrían dichos bonos (95,60% de la TAM), el cual es el porcentaje más alto que está pagando el Ministerio de Finanzas en la actualidad.

⁴⁵ Tal como la ha afirmado el Presidente del BANDES en varias de sus declaraciones a la prensa.

⁴⁶ Según sus declaraciones a Tal Cual del 15/08/2002



El problema con la adjudicación directa además de lo dicho en la sección anterior estriba en el hecho de que al utilizarse dicho método de colocación se disminuyó la posibilidad de conocer el verdadero precio de los bonos. El problema con la adjudicación de los bonos es que además de haber sido financiados, fueron entregados con una tasa de descuento considerable, dadas las condiciones financieras en las que se estaban comercializando otros bonos similares en el mercado secundario, inclusive de mayor madurez que los bonos 411. Lo anterior no sería un problema si se hubiesen negociado en una subasta, puesto que allí se hubiese podido determinar competitivamente el precio del bono. Como hicimos referencia en la sección anterior, los precios de las subastas del 08/08 y del 09/08 no pueden ser utilizados para estimar el precio de los bonos ya que dichas subasta no fueron totalmente transparentes, ni estaban totalmente libres del ruido que creó la adjudicación directa dentro del sistema financiero, ruido que existía incluso antes de que se hiciera pública al resto del país la noticia de la adjudicación.

Haciendo un estudio de la determinación del precio de un bono que se adquiere (en efectivo) en un momento inicial (al cual llamaremos momento cero), que paga intereses trimestralmente durante cierto tiempo en función de la tasa de interés activa del mercado, y que paga al final del período el valor nominal más el último cupón, podemos encontrar una fórmula de determinación del precio del bono para el caso que nos ocupa. Usando como supuesto que la TAM que regirá durante todos los períodos en que el bono genera intereses es la misma, dicha fórmula es la siguiente:

$$\text{Precio} = \frac{f * \text{TAM}}{\text{TIR}} \left[1 - \frac{1}{Z} \right] + \frac{1}{Z} \quad \text{donde} \quad Z = \left[1 + \frac{\text{TIR}}{4} \right]^T$$

Precio = Valor que se paga como porcentaje del valor total nominal del bono

TAM = Tasa activa anual del mercado de los 6 principales bancos del país, expresada en %

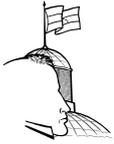
f = Porcentaje de referencia del bono, el cual está fijo para todos los cupones de dicho bono.

TIR = Tasa interna de retorno esperado (si es el inversionista), o costo al vencimiento esperado (si es el Estado)

T = Número de trimestres en los que dicho bono pagará intereses.

Esta fórmula es muy conveniente porque nos deja ver qué tipo de relación debe haber entre el precio de un bono y el porcentaje de referencia, la madurez del bono, la tasa activa del mercado esperada y la tasa interna de retorno esperada por el inversionista. De esta fórmula se puede establecer que:

- Si mantenemos constante la TAM, f , y la TIR, el precio al que el inversionista estaría dispuesto a comprar el bono debería disminuir a medida que aumenta el plazo para el vencimiento del bono, es decir a medida que aumenta T.
- Si mantenemos constante la TAM, T, y la TIR, el precio al que el inversionista estaría dispuesto a comprar el bono debería disminuir a medida que disminuye el porcentaje de referencia que paga dicho bono.



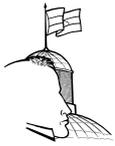
- c) Si mantenemos constante la TAM y TIR, el precio que el inversionista estaría dispuesto a comprar el bono debería ser menor a medida que el porcentaje del bono sea menor, y a medida que el tiempo de madurez del bono sea mayor.

Conociendo éstas relaciones fundamentales, y conociendo las transacciones que se estaban dando en el mercado secundario de bonos entre diferentes pares de instituciones financieras podríamos decir algo en relación al precio al cual se vendieron los bonos.

Las operaciones en el **mercado secundario** se registran de dos formas a través de REUTERS y el BCV: en **la primera**, el BCV registra las transacciones en cuanto al monto y **precio** para cada tipo de bonos según la información que los mismos agentes proporcionan, siempre y cuando conlleven a una transferencia de fondos en el BCV de una de las partes hacia la otra (esto lo publica REUTERS como “Operaciones de compra venta definitiva”). En **la segunda**, el BCV registra sólo las transacciones en cuanto al monto total de bonos que una de las partes transfiere a la otra, sin registrar el precio, debido a que el pago de la transacción se realiza sin la intervención del BCV, es decir sin mover las cuentas de las partes negociantes en el BCV (esto lo publica REUTERS como “operaciones de traspaso sin afectación financiera”). Revisando la información de las *operaciones de compra venta definitiva* para este año vemos que antes del 2 de Agosto de los corrientes no se habían realizado transacciones de los bonos de la emisión 411 de la clase I, pero sí se habían realizado transacciones con otros bonos que vencen un mes antes que los bonos cuestionados, y con otros bonos que se vencerán un año después a los mismos. En el Cuadro No. 11 se presentan los precios, montos y rango de precios a los que se han estado realizando las operaciones en el mercado secundario hasta el momento de la elaboración de este informe.

Es importante notar que estas transacciones se realizaron entre pares de instituciones financieras en el mercado, y que cada una buscaba lograr el mejor rendimiento posible de la operación. **Con esto puede inferirse que la valoración de estos bonos, sobre todo las transacciones realizadas entre los días 25 y 2 de agosto, proveen la mejor referencia disponible sobre las condiciones del mercado, ya que para esos días la mayoría de las instituciones financieras no conocían del caso de la adjudicación directa.** Después de que se hizo pública la noticia de la adjudicación directa y del precio que pagó CEDEL (y de la forma del financiamiento del pago) es perfectamente racional desde el punto de vista económico que el mercado haya presionado a la baja el precio del título (y del resto de los títulos, como se puede observar en el Cuadro 11) ya que los compradores potenciales tienen mejor poder de negociación con esa nueva información. Es por esa razón que los precios del mercado secundario después del día 08/08 no pueden ser utilizados para estimar el verdadero precio del título, así como tampoco para validar el precio de la adjudicación directa.

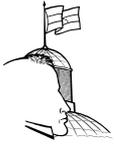
En la sección II.3 de este informe se utilizó una transacción de bonos 411, Decreto 546 del mercado secundario para estimar el precio al que se debieron haber vendido los bonos (con financiamiento). **Allí se estima que el precio de los bonos debió haber sido 84,4925% en lugar del 78% que pagó CEDEL Casa de Bolsa, lo cual implica que la operación causó pérdidas a la República por el orden de Bs. 12.335,75 millones.**



Cuadro 11

Bono correspondiente al Decreto 1068, Clase G, Con vencimiento al 10/11/04 y porcentaje de referencia 89,03%						Bono correspondiente al Decreto 1068, Clase H, Con vencimiento al 10/05/05 y porcentaje de referencia 89,20%					
PRECIO						PRECIO					
Fecha Pacto	Plazo	Millones Bs	Mínimo	Máximo	Promedio	Fecha Pacto	Plazo	Millones Bs	Mínimo	Máximo	Promedio
29/05/02	881	4.095,69	85,0000	87,0000	86,2175	06/06/02	1054	1.500,00	82,7500	83,2500	83,0000
30/05/02	880	2.828,44	84,8750	85,5000	85,1574	14/06/02	1046	2.434,65	83,0000	84,0000	83,5934
31/05/02	880	972,24	84,6250	86,6250	85,3578	17/06/02	1043	500,00	84,0000	84,0000	84,0000
04/06/02	876	100,00	84,1250	84,1250	84,1250	19/06/02	1041	4.632,02	84,2500	87,0000	85,6250
05/06/02	875	870,00	84,3750	84,5000	84,4784	20/06/02	1040	131,00	83,8750	83,8750	83,8750
06/06/02	874	7.000,00	84,1250	84,3125	84,1964	27/06/02	1033	4.000,00	86,5000	86,5000	86,5000
12/06/02	868	1.250,00	84,1250	84,1250	84,1250	01/07/02	1029	3.991,45	82,0000	86,5000	85,9163
14/06/02	866	410,64	84,5000	84,5000	84,5000	08/07/02	1022	2.887,85	80,0000	82,0000	81,4179
17/06/02	863	1.064,84	84,1250	84,5625	84,2937	09/07/02	1021	4.274,00	80,0000	81,7500	80,4801
18/06/02	862	654,20	84,5000	84,5000	84,5000	10/07/02	1020	2.296,91	80,0000	80,0000	80,0000
25/06/02	855	4.600,00	84,5000	84,7500	84,6250	11/07/02	1019	2.689,32	79,8750	82,0000	81,3768
09/07/02	841	630,00	100,0000	100,0000	100,0000	12/07/02	1018	165,45	80,5000	80,5000	80,5000
10/07/02	840	1.630,00	82,0000	99,8816	88,9113	15/07/02	1015	600,00	80,8125	80,8750	80,8438
11/07/02	839	2.280,00	81,0000	85,0000	83,5630	17/07/02	1013	979,20	80,0000	80,5000	80,2553
12/07/02	838	1.300,00	83,6875	84,5000	83,8990	18/07/02	1012	27,23	80,0000	80,0000	80,0000
18/07/02	832	146,89	78,7500	78,7500	78,7500	19/07/02	1011	492,91	78,0000	79,9000	79,7896
29/07/02	821	500,00	83,0000	83,0000	83,0000	22/07/02	1008	2.344,13	80,2500	83,7500	81,9242
31/07/02	820	500,00	83,1875	83,1875	83,1875	23/07/02	1007	3.973,23	79,3750	83,7500	80,7390
01/08/02	819	1.368,61	83,8750	84,5000	84,1490	25/07/02	1005	154,01	79,5000	79,5000	79,5000
16/08/02	804	1.000,00	82,2500	82,2500	82,2500	29/07/02	1001	500,00	81,0000	81,0000	81,0000
Bono correspondiente al Decreto 938, Clase I, Con vencimiento al 15/08/05 y porcentaje de referencia 89,45%						Bono correspondiente al Decreto 546, Clase I, Con vencimiento al 01/12/04 y porcentaje de referencia 95,6%					
PRECIO						PRECIO					
Fecha Pacto	Plazo	Millones Bs	Mínimo	Máximo	Promedio	Fecha Pacto	Plazo	Millones Bs	Mínimo	Máximo	Promedio
18/06/02	1137	169,90	82,5000	82,5000	82,5000	31/07/02	1000	151,54	80,3000	80,3000	80,3000
19/06/02	1136	9.110,77	82,4531	86,0000	84,3518	01/08/02	999	816,21	81,0000	84,0000	82,3857
20/06/02	1135	6.000,00	83,7500	84,2500	83,9688	02/08/02	998	3.255,00	80,2500	81,3125	81,0438
27/06/02	1128	1.600,00	84,5000	84,5000	84,5000	05/08/02	995	3.000,00	81,2500	81,2500	81,2500
28/06/02	1127	1.000,00	85,1250	85,1250	85,1250	06/08/02	994	2.185,21	81,2500	81,2500	81,2500
03/07/02	1122	430,71	82,0000	83,5000	82,8750	12/08/02	988	100,00	80,0000	80,0000	80,0000
17/07/02	1108	1.100,00	79,0625	79,0625	79,0625	20/08/02	980	8.000,00	76,6250	81,0000	77,5078
19/07/02	1106	93,00	78,0000	78,0000	78,0000	21/08/02	979	6.700,00	76,5000	76,8750	76,7183
22/07/02	1103	1.195,00	78,8750	79,5000	79,4503	22/08/02	978	6.000,00	76,5000	76,6250	76,5313
25/07/02	1100	1.200,00	79,3750	79,4000	79,3875	26/08/02	974	9.000,00	76,5500	76,7500	76,6500
29/07/02	1096	785,73	78,5500	79,5000	79,1441	28/08/02	972	5.700,00	76,6875	85,0000	79,6645
30/07/02	1095	1.550,00	79,2500	84,0000	81,0161	29/08/02	971	1.600,00	76,6250	76,7000	76,6625
02/08/02	1093	3.949,42	78,1250	79,5000	78,7003	02/09/02	968	40,64	75,8750	75,8750	75,8750
05/08/02	1090	500,00	79,1250	79,1250	79,1250						
06/08/02	1089	500,00	79,2707	79,2707	79,2707						
07/08/02	1088	650,00	79,0000	79,0000	79,0000						
08/08/02	1087	17,52	78,6250	78,6250	78,6250						
20/08/02	1075	160,00	74,5931	74,5931	74,5931						
21/08/02	1074	420,00	74,5950	76,5000	75,7743						
23/08/02	1072	1.000,00	76,0000	76,0000	76,0000						
28/08/02	1067	260,00	76,3046	76,3046	76,3046						
29/08/02	1066	91,00	75,5000	75,5000	75,5000						

Fuente: REUTERS



Es importante enfatizar que bajo las condiciones de liquidez actuales de la mayoría de las instituciones financieras en el país, el precio que resulta de una operación con financiamiento es mayor que el que resulta de una operación hecha en efectivo, como se señaló en la sección II.3. Allí se presentó el cálculo que permitía hacer la comparación del bono transado en efectivo (con precio 82,7587%) y el bono transado con financiamiento (con precio 84,4925%). Esta diferencia se basó en que las condiciones de liquidez del mercado imprimen una prima por diferir en el tiempo los pagos y en que, además, se presume que las tasas de los CD con los que se pagaron los bonos no reflejaban de manera adecuada las características de riesgo de las instituciones financieras que los respaldan.

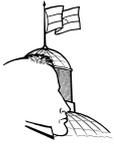
Ahora bien, este es el mejor cálculo al cual se puede arribar dadas las condiciones del mercado financiero venezolano. Sin embargo, el hecho de que los bonos 411 del Decreto 546 no podrían haberse vendido a un precio menor que los bonos 938-clase I, ni que los bonos 1068 clase H es incuestionable, ya que los mismos vencerían después (5 y 8 meses respectivamente) que los bonos del decreto 546, y además ambos pagan un porcentaje de referencia menor (89,45 % y 89,20% respectivamente) que el porcentaje de referencia de los bonos cuestionados (95,6%). Como vimos en el ejercicio teórico, un bono con menor porcentaje de referencia y mayor tiempo de madurez necesariamente tiene que tener un precio menor que otro bono cuyo porcentaje de referencia sea mayor y cuya madurez sea menor.

De lo dicho anteriormente podemos concluir que el precio (en efectivo) de los bonos 411 del Decreto 546 no podía ser menor a los precios a los que se estaban negociando los bonos 938-I y los bonos 1068-H, y menos si éstos a su vez eran financiados. En el Cuadro 11 podemos ver que los bonos 938-I se estaban negociando a un precio entre 79% y 81,0161%, mientras que los bonos 1068-H se estaban negociando a un precio comprendido entre 79,50% y 81,3857%. Por otro lado, los bonos 1068-G con porcentaje de referencia 89,03%, y con vencimiento sólo 20 días antes que los bonos 411, se estaban negociando a un precio comprendido entre 83% y 84,1490%, el cual no debe estar lejos del precio de los bonos del decreto 546, emisión 411, por lo que el precio estimado en la Sección II.3 no parece estar muy lejos de la realidad.

IV.3. - Forma de Pago de los bonos adjudicados directamente y de la subasta del 08/08/02

La colocación en el mercado de los bonos 411, clase I del Decreto 546 se realizó con base al Decreto 1.572, publicado en la G.O. extraordinaria No. 5.589 de fecha 06/06/2002 (el cual se anexa al final del informe) el cual fue aprobado en Gabinete económico el día 03/11/2001. En el Decreto 1.572 se le permite al Ministerio de Finanzas que haga la emisión de bonos No. 507 para pagar el servicio de la Pública externa e interna. En el artículo 1 parágrafo primero del mencionado decreto se le permite al Ministerio que disponga los bonos en el mercado mediante operaciones de colocación primaria, operaciones de canje y **operaciones de reapertura** de emisiones de Bonos previamente emitidos y actualmente vigentes en el mercado.

Las operaciones de reapertura son un fenómeno reciente en la legislación de las operaciones de crédito público. Las mismas empezaron a aparecer en los decretos de emisión de bonos a partir del decreto 1.133 publicado en G.O. No. 37.104 el 21/12/2000. Este mecanismo de colocación de **nueva deuda** mediante la utilización de un título previamente emitido -no colocado y no vencido- no fue utilizado sino



hasta el día 14/02/2001 en que se realizaron varias subastas de bonos en el mercado primario mediante el proceso de reapertura de bonos, y a partir de allí ese mecanismo ha sido utilizado intensivamente: en más de un 90% de las subastas.

Este mecanismo de colocación de deuda es bastante poco común, y hace sumamente difícil el control de la deuda pública debido a que se utiliza el mismo instrumento para diferentes usos, basados en diferentes leyes de endeudamiento, y diferentes leyes de emisión de bonos. Antes de que éste mecanismo apareciera en el régimen legal había una relación de uno a uno entre un instrumento en particular, y su uso, así como entre un instrumento y el decreto de emisión. Ahora, con el proceso de reapertura de emisiones anteriores un mismo instrumento se está utilizando para diferentes usos, con lo cual se hace mucho más difícil mantener el control acerca de los recursos, es decir, controlar que los recursos que estén entrando para un determinado objetivo (que lo da el decreto de emisión) sean utilizados efectivamente para ese objetivo.

Los bonos objeto de este informe, es decir los bonos que fueron adjudicados directamente a CEDEL Casa de Bolsa, y los que fueron subastados después en el mercado primario, habían sido emitidos mediante el Decreto No. 546, publicado en G.O: NO. 36.842 el día 02/12/1999 bajo la emisión No. 411. En este decreto se indica que dichos bonos **debían ser destinados al financiamiento del Programa de Rehabilitación de Carreteras, Puentes y Túneles (Vial III)**. La primera colocación de estos bonos en el mercado primario se realizó el día 18/12/99 (tres días después de la tragedia nacional de Vargas) y la segunda se realizó el día 23/12/99. Como era de esperarse, la magnitud de la tragedia nacional de Vargas y las necesidades de financiamiento que tenía el Ejecutivo para comenzar el proceso de reconstrucción del país determinaron el porcentaje de referencia que el Ministerio de Finanzas y el BCV estaban dispuestos a pagar por la colocación de dichos bonos. Dicho porcentaje se fijó en 95,6%, que es el más alto conocido en el país. Una vez que se fija ese porcentaje en la primera subasta o colocación del título, éste queda fijo para todos los bonos correspondientes a la misma emisión y clase que sean colocados en el futuro, hasta la fecha de vencimiento del bono. Después de las colocaciones del mes de Diciembre de 1999 no se volvieron a colocar bonos 411 del decreto 546 (al mejor entender de esta Oficina).

Ahora bien, el Decreto 1572 hace la emisión 507 de bonos **para financiar el servicio de la deuda pública externa e interna**, y le permite al Ministerio de Finanzas imprimir nuevos bonos para la colocación de esta nueva deuda, o utilizar el mecanismo de reapertura, es decir usar otros bonos emitidos anteriormente para otros fines y colocarlos para financiar el nuevo uso. En el caso que nos ocupa se utilizaron entonces los bonos 411 del decreto 546 para colocar la nueva deuda, y es por ello que a este proceso se le llama operación de reapertura. Las mismas convocatorias a las subastas hechas por el BCV y REUTERS, las cuales se presentaron en la sección I de este informe, indican que los bonos 411 del decreto 546 estaban siendo subastados mediante un mecanismo de reapertura de bonos, basados en el decreto 1572, emisión 507. No tenemos información acerca de si los bonos colocados mediante adjudicación directa también fueron ofrecidos mediante un proceso de reapertura, en base a cuál decreto, así como tampoco sabemos cuál será el uso de los recursos financieros obtenidos mediante dicha adjudicación, pero todo parece indicar que también fueron dispuestos mediante un proceso de reapertura ya que la emisión 411 no había sido colocada nuevamente sino hasta el día 26/07/2002 con la adjudicación directa.

En el artículo 2 del Decreto 1572 se le permitía al Ministerio realizar la colocación de la nueva



deuda utilizando nuevos instrumentos **siempre que éstos tuvieran las características desarrolladas en el artículo 6 del mismo decreto**, los cuales podrán ser colocados en el mercado mediante subastas, dación en pago o adjudicación directa. El artículo 2 dice lo siguiente:

Artículo 2: Los Bonos de la Deuda Pública contemplados en el artículo 1 del presente Decreto, podrán ser dispuestos en el mercado financiero mediante colocación primaria, a través de subastas, dación en pago o adjudicación directa a sus tenedores, asumiendo los términos y condiciones financieras generales indicadas para los Bonos de la Deuda Pública contemplados en el artículo 6 del presente Decreto. Para ello y en contraparte, la República recibirá efectivo como forma de pago, cuando corresponda.

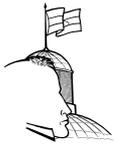
Es de hacer notar que en los decretos aprobados por el Ministro Rojas, y en la gran mayoría de los aprobados por el Ministro Merentes, exceptuado aquellos que fueron publicados después que éste último dejara el Despacho, aparecía este artículo pero sin las frases que subrayamos, las cuales le dan mucha ambigüedad a la ley. Ya discutimos previamente el problema de la adjudicación directa y por qué no era equivalente a una dación en pago, así como también las razones por las que no podía interpretarse la frase de “*adjudicación directa*” fuera del contexto de los principios básicos establecidos en la ley marco de las operaciones de crédito público (LOAFSP). En este artículo no queda claro si se están tomando como procesos idénticos a la dación en pago y a la adjudicación directa. Por otro lado, la frase “*cuando corresponda*” al final del artículo podría ser interpretada de muchas formas, **la primera**, que cuando se coloquen mediante subasta se recibirá efectivo, ya que cuando se den como dación en pago no se recibiría nada, debido a que el Ejecutivo estaría cambiando una forma de deuda por otra. **La segunda**, que queda a potestad del Ministerio de Finanzas decidir qué cosa se recibirá a cambio de los bonos colocados.

Ahora bien, como el Ministerio optó por colocar la nueva deuda utilizando los viejos instrumentos entonces el artículo 2 no aplica para las operaciones en las que estamos interesados, ya que dichos bonos no siguieron las especificaciones del artículo 6 del Decreto 1572, sino que utilizaron las especificaciones de los bonos 411 clase I del Decreto 546, es decir fueron colocados mediante el proceso de reapertura. En ese caso el artículo que se debe aplicar a la operación es el artículo 5 del mencionado Decreto 1572, el cual dice lo siguiente:

Artículo 5: Los Bonos de la deuda Pública contemplados en el artículo 1 del presente Decreto, podrán ser dispuestos en el mercado financiero mediante operaciones de reapertura, pudiendo asumir las condiciones financieras de cualesquiera de las emisiones de Bonos de la Deuda Pública previamente colocados, y actualmente vigentes en el mercado, en lo que se refiere a: a) denominación de la Emisión de la cual toma las condiciones financieras; b) denominación del Decreto del cual toma las condiciones financieras; c) los cupones vigentes (tanto en fechas de vencimiento como en la tasa de interés nominal); d) la denominación de la clase; e) el porcentaje de referencia, f) la fecha del vencimiento del capital, y cualquiera otra características financiera, considerándose únicamente a los efectos de registro de la Deuda Pública Nacional, como la reapertura de dichas emisiones. **Para ello y en contraparte, la República recibirá efectivo como forma de pago.**

Como vemos entonces, tanto la adjudicación directa como los bonos subastados los días 08/08/2002 y el 09/08/2002 caen en este artículo debido a que tomaron todas las características de los bonos del Decreto 546, emisión 411 clase I, es decir las condiciones financieras, porcentaje de referencia, fecha de vencimiento del capital, etc., por lo cual la República ha debido de recibir efectivo como contraparte.

Es por esta razón que también se critican las operaciones llevadas a cabo por el Ministerio de Finanzas, ya que las mismas violentaron el artículo 5 del Decreto 1572, debido a que los certificados de depósito no son considerados efectivo, aunque sí sean considerados como dinero en una de sus acepciones más amplias. Diferente hubiese sido si el Ministerio de Finanzas hubiese recibido el efectivo y luego, mediante operaciones de tesorería hubiese adquirido los certificados de depósitos en el sistema bancario



nacional, mediante operaciones transparentes y dándole un trato igual al resto del sistema financiero, de lo contrario se establecen instituciones financieras que además de recibir un título muy rentable (los bonos 411), reciben durante un período que va de 2 a 3 meses los depósitos del Estado.

El argumento de que el Estado está recibiendo intereses por dichos certificados no hace mayor diferencia, como ya lo pudimos comprobar en la sección II de este informe, ya que con todo y su consideración encontramos que **los bonos fueron colocados a una tasa de descuento elevada en relación a lo que el mercado hubiese estado dispuesto a pagar por ellos**. Por otro lado, el hecho de que las tasas de interés que pagan los certificados de depósito sean más altas que las del promedio del sistema financiero tampoco es un buen argumento ya que normalmente dentro de los instrumentos (y mercados) financieros **es normal que para obtener mayores tasas de rendimiento sea necesario incurrir en mayores tasas de riesgo**, riesgo que en este caso está representado por los riesgos asociados a las instituciones que emitieron dichos certificados, que también están por encima del promedio del sistema financiero venezolano de acuerdo al análisis que realizamos de las instituciones financieras involucradas en las operaciones en la sección III de este informe.

Después de todo lo expuesto anteriormente es necesario que la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, la Comisión Nacional de Valores, la Superintendencia para la Promoción y Protección de la Libre Competencia, y la Superintendencia de Seguros trabajen coordinadamente con la Contraloría General de la República para que ésta última se pronuncie en relación al problema de la adjudicación directa de Bonos a CEDEL Casa de Bolsa, así como de las dos subastas subsiguientes, en su carácter de órgano del Poder Ciudadano al cual le corresponde el control, la vigilancia y la fiscalización de los ingresos, gastos y bienes públicos, de acuerdo a lo estipulado en la *Ley Orgánica de la Contraloría General de la República y del Sistema Nacional de Control Fiscal*, la cual dice lo siguiente:

Artículo 2. La Contraloría General de la República, en los términos de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela y de esta Ley, es un órgano del Poder Ciudadano, al que **corresponde el control, la vigilancia y la fiscalización de los ingresos, gastos y bienes públicos, así como de las operaciones relativas a los mismos, cuyas actuaciones se orientarán a la realización de auditorías, inspecciones y cualquier tipo de revisiones fiscales en los organismos y entidades sujetos a su control.**

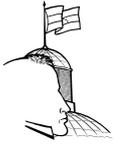
La Contraloría, en el ejercicio de sus funciones, verificará la legalidad, exactitud y sinceridad, así como la eficacia, economía, eficiencia, calidad e impacto de las operaciones y de los resultados de la gestión de los organismos y entidades sujetos a su control.

Corresponde a la Contraloría ejercer sobre los contribuyentes y responsables, previstos en el Código Orgánico Tributario, así como sobre los demás particulares, las potestades que específicamente le atribuye esta Ley.

Parágrafo Único: La Contraloría realizará todas las actividades que le asigne el Consejo Moral Republicano, de conformidad con la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela y las Leyes.

Artículo 9. Están sujetos a las disposiciones de la presente Ley y al control, vigilancia y fiscalización de la Contraloría General de la República:

1. **Los órganos y entidades a los que incumbe el ejercicio del Poder Público Nacional.**
2. Los órganos y entidades a los que incumbe el ejercicio del Poder Público Estatal.
3. Los órganos y entidades a los que incumbe el ejercicio del Poder Público en los Distritos y Distritos Metropolitanos.
4. Los órganos y entidades a los que incumbe el ejercicio del Poder Público Municipal y en las demás entidades locales previstas en la Ley Orgánica de Régimen Municipal.
5. Los órganos y entidades a los que incumbe el ejercicio del Poder Público en los Territorios Federales y Dependencias Federales.
6. Los institutos autónomos nacionales, estadales, distritales y municipales.
7. El Banco Central de Venezuela.
8. Las universidades públicas.
9. Las demás personas de Derecho Público nacionales, estadales, distritales y municipales.
10. Las sociedades de cualquier naturaleza en las cuales las personas a que se refieren los numerales anteriores tengan participación en su capital social, así como las que se constituyan con la participación de aquéllas.
11. Las fundaciones y asociaciones civiles y demás instituciones creadas con fondos públicos, o que sean dirigidas por las personas a que se refieren los numerales anteriores o en las cuales tales personas designen sus autoridades, o cuando los aportes presupuestarios o contribuciones efectuados en



un ejercicio presupuestario por una o varias de las personas a que se refieren los numerales anteriores representen el cincuenta por ciento (50%) o más de su presupuesto.

12. Las personas naturales o jurídicas que sean contribuyentes o responsables, de conformidad con lo previsto en el Código Orgánico Tributario, o que en cualquier forma contraten, negocien o celebren operaciones con cualesquiera de los organismos o entidades mencionadas en los numerales anteriores o que reciban aportes, subsidios, otras transferencias o incentivos fiscales, o que en cualquier forma intervengan en la administración, manejo o custodia de recursos públicos.

Artículo 23. El Sistema Nacional de Control Fiscal tiene como objetivo fortalecer la capacidad del Estado para ejecutar eficazmente su función de gobierno, **lograr la transparencia y la eficiencia** en el manejo de los recursos del sector público y establecer la responsabilidad por la comisión de irregularidades relacionadas con la gestión de las entidades aludidas en el artículo 9, numerales 1 al 11, de esta Ley.

Artículo 24. A los fines de esta Ley, integran el Sistema Nacional de Control Fiscal:

1. Los órganos de control fiscal indicados en el artículo 26 de esta Ley.
2. La Superintendencia Nacional de Auditoría Interna.
3. Las máximas autoridades y los niveles directivos y gerenciales de los órganos y entidades a los que se refiere el artículo 9, numerales 1 al 11, de la presente Ley.

4. Los ciudadanos, en el ejercicio de su derecho a la participación en la función de control de la gestión pública.

Parágrafo Único: Constituyen instrumentos del Sistema Nacional de Control Fiscal las políticas, Leyes, reglamentos, normas, procedimientos e instructivos, adoptados para salvaguardar los recursos de los entes sujetos a esta Ley; verificar la exactitud y veracidad de su información financiera y administrativa; promover la eficiencia, economía y calidad de sus operaciones, y lograr el cumplimiento de su misión, objetivos y metas, así como los recursos económicos, humanos y materiales destinados al ejercicio del control.

Artículo 25. El Sistema Nacional de Control Fiscal se regirá por los siguientes principios:

1. La capacidad financiera y la independencia presupuestaria de los órganos encargados del control fiscal, que le permitan ejercer eficientemente sus funciones.
2. El apoliticismo partidista de la gestión fiscalizadora en todos los estratos y niveles del control fiscal.
3. El carácter técnico en el ejercicio del control fiscal.
4. La oportunidad en el ejercicio del control fiscal y en la presentación de resultados.
5. **La economía en el ejercicio del control fiscal, de manera que su costo no exceda de los beneficios esperados.**
6. La celeridad en las actuaciones de control fiscal sin entorpecer la gestión de la Administración Pública.
7. La participación de la ciudadanía en la gestión contralora.

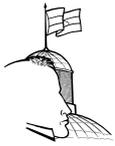
Artículo 74. La Contraloría General de la República ejercerá el control y vigilancia de las operaciones de crédito público y de las actuaciones administrativas relacionadas con el empleo de los recursos provenientes de las mismas, con la finalidad de que se realicen conforme a las disposiciones legales pertinentes.

De acuerdo a lo que ya discutimos, el artículo 5 del Decreto 1.572 establecía que los bonos de la Deuda Pública contemplados en el artículo 1° del ese mismo Decreto, podían ser dispuestos en el mercado financiero mediante operaciones de reapertura. Para ello –señala el mismo artículo- la República recibiría en contraparte efectivo como forma de pago. En los casos que son objeto de este informe, las operaciones realizadas fueron efectivamente operaciones de reapertura, sin embargo, la República sólo recibió efectivo como forma de pago en una de ellas.

En razón de lo anterior, la operación de adjudicación directa y la subasta del día 08/08/2002 violan lo establecido en el artículo 5 del referido Decreto, por lo que, de conformidad con lo establecido en el artículo 20 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos, adolecen de un vicio de nulidad relativa o anulabilidad. Pero además y en virtud de lo anteriormente dicho, las operaciones violan lo establecido en el artículo 12 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos que establece lo siguiente:

Artículo 12. Aun cuando una disposición legal o reglamentaria deje alguna medida o providencia a juicio de la autoridad competente, dicha medida o providencia deberá mantener la debida proporcionalidad y adecuación con el supuesto de hecho y con los fines de la norma, y cumplir los trámites, requisitos y formalidades necesarios para su validez y eficacia.

En el presente caso las operaciones realizadas fueron operaciones de reapertura, como se ha



señalado, y ese tipo de operaciones son realizadas en ejercicio de una potestad discrecional de los órganos o entes de la Administración Pública con competencia para disponer los bonos a que se refiere el Decreto 1.572 en el mercado financiero. Ello se deriva de la propia redacción del artículo 5 del referido Decreto cuando señala que dichos bonos “podrán ser dispuestos en el mercado financiero”, lo cual implica un grado de discrecionalidad otorgado por el Decreto a los órganos o entes de la Administración Pública encargados de ejecutar el mismo.

Siendo así, las operaciones realizadas debían cumplir, como lo señala el artículo 12 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos, con todos los requisitos y formalidades necesarios para su validez y eficacia. Por ello, al haberse aceptado como forma de pago un recurso distinto al efectivo, se produce una violación no sólo del artículo 5 del Decreto 1.572, sino del artículo 12 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos.

En razón de lo anterior, en lo que respecta a los vicios antes señalados, las operaciones son anulables por ilegalidad. Sin embargo, ello debe ser determinado y declarado por los órganos de la jurisdicción contencioso administrativa conforme a lo establecido en el artículo 259 de la Constitución.

Por otra parte, por las características y circunstancias que rodean las operaciones es posible que ellas también adolezcan de un vicio de desviación de poder que implica otra violación del artículo 12 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos antes citado y acarrea la responsabilidad de los funcionarios que las ejecutaron en virtud de lo establecido en el artículo 139 de la Constitución.

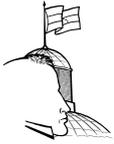
Al respecto debe señalarse que la desviación de poder es un vicio de los actos administrativos que, según la sentencia recaída en el caso *Ingrid Spiritto de Rodríguez*, dictada por la Sala Político Administrativa de la Corte Suprema de Justicia en fecha 24 de mayo de 1995, consiste en la utilización por el órgano administrativo de las potestades que han sido atribuidas legalmente para fines distintos de los previstos en el ordenamiento jurídico, amparándose la Administración para actuar así, precisamente, en un mal uso o en un abuso del margen de libertad o discrecionalidad que permite la norma, sin que ello trascienda a la apariencia externa del acto, el cual aparentemente luce adecuado a derecho, correcto, pero que, en realidad se encuentra viciado en su componente valorativo volitivo. Además, la referida sentencia señaló que “En efecto, la desviación de poder implica que el acto, ajustado aparentemente a la legalidad extrínseca, está sin embargo inspirado en consideraciones ajenas al interés del servicio”.

Teniendo en cuenta lo anterior debe señalarse que las operaciones realizadas deben ceñirse a los principios y normas establecidas en la LOAF, en especial, a los principios y objetivos señalados en los artículos 2 y 78 de dicha Ley, que establecen lo siguiente:

Artículo 2.- La administración financiera del sector público comprende el conjunto de sistemas, órganos, normas y procedimientos que intervienen en la captación de ingresos públicos y en su aplicación para el cumplimiento de los fines del Estado, y estará regida por los principios Constitucionales de legalidad, eficiencia, solvencia, transparencia, responsabilidad, equilibrio fiscal y coordinación macroeconómica.

Artículo 78. Las operaciones de crédito público tendrán por objeto arbitrar recursos o fondos para realizar inversiones reproductivas, atender casos de evidente necesidad o de conveniencia nacional, incluida la dotación de títulos públicos al Banco Central de Venezuela para la realización de operaciones de mercado abierto con fines de regulación monetaria y cubrir necesidades transitorias de tesorería.

Conforme al estudio económico realizado, las operaciones objeto de este estudio no cumplen con los fines u objetivos señalados en las citadas disposiciones y, por el contrario, parecen haber tenido otros



finés, en razón de lo cual al ejecutar dichas operaciones el Ejecutivo Nacional ha incurrido en un vicio de desviación de poder, pues, las ha realizado persiguiendo fines distintos a los previstos en la ley.

Lo anterior constituye una violación adicional al artículo 12 de la Ley Orgánica de Procedimientos Administrativos pues, conforme a ella, el ejercicio de potestades discrecionales por parte de la Administración deberá mantener la debida proporcionalidad y adecuación con el supuesto de hecho y los fines de la norma que rige dicha potestad. Tal disposición, conforme lo señala la doctrina jurídica, es consecuencia de los principios de proporcionalidad y adecuación que rigen la actividad administrativa.

Adicionalmente debe señalarse que en virtud de lo establecido en los artículos 113 y 299 de la Constitución, el principio de libre competencia es consecuencia del derecho a la libertad económica y rige el sistema socioeconómico de la República. En el presente caso, la operación realizada por adjudicación directa aun cuando se quiera fundamentar en el artículo 2 del Decreto 1.572, viola el principio de libre competencia establecido constitucionalmente, así como los principios de legalidad, honestidad, eficacia, eficiencia y transparencia establecidos en el artículo 141 de la Constitución, que rigen la actividad de todos los órganos y entes de la Administración Pública y que están a su vez establecidos en el artículo 12 de la Ley Orgánica de la Administración Pública. Igualmente, la adjudicación directa viola los principios y objetivos establecidos en los artículos 2 y 78 de la LOAFSP antes referidos.

En razón de lo anterior, la adjudicación directa prevista en el artículo 2 del Decreto 1572 y en los reglamentos antes señalados es inconstitucional por violar los principios antes señalados y, en consecuencia, el Ministerio de Finanzas, no puede ejecutar ese mecanismo pues la operación realizada por esa vía, sería también inconstitucional. Por el contrario, el Ministerio de Finanzas debe garantizar el cumplimiento de tales principios a través de procedimientos públicos, transparentes y abiertos de subastas, donde se ofrezcan las suficientes garantías del respeto a la libre competencia.

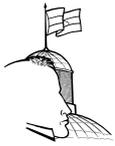
No obstante el análisis antes expuesto, la inconstitucionalidad e ilegalidad de las operaciones por las razones antes señaladas debe ser determinada y declarada por los órganos de la jurisdicción contencioso administrativa conforme a lo establecido en el artículo 259 de la Constitución.

Finalmente cabe señalar que según el artículo 70 de la Ley Orgánica de Salvaguarda del Patrimonio Público establece lo siguiente:

“Cualquier funcionario público que, al intervenir por razón de su cargo en la celebración de algún contrato, concesión, licitación pública o privada, en la liquidación de haberes o efectos del patrimonio público o en el suministro de los mismos, se concierte con los interesados o intermediarios para que se produzca determinado resultado, o utilice cualquier maniobra o artificio conducentes a ese fin, será penado con prisión de dos a cinco años. Si el delito tuvo por objeto obtener dinero, dádivas o ganancias indebidas que se le dieran u ofrecieran a él o a un tercero, será penado con prisión de dos a seis años y multa de hasta el cincuenta por ciento del beneficio dado o prometido.

Con las mismas penas será castigado quien se acuerde con los funcionarios y quien diere o prometiére el dinero, ganancia o dádivas indebidas a que se refiere este artículo”.

En el presente caso, si llegare a demostrarse que la operación fue realizada por adjudicación directa con el objeto de no cumplir con los fines establecidos en la Constitución y la LOAFSP, es decir, incurriendo en desviación de poder, y en concierto con los interesados o intermediarios para que se produzca determinado resultado o beneficio para particulares, se habría incurrido en el delito antes señalado, todo lo cual debe ser investigado por el Ministerio Público conforme a lo establecido en el



artículo 285 de la Constitución y, de ser el caso, determinado por los tribunales competentes de la jurisdicción penal.

En tal caso deberán determinar el Ministerio Público y los tribunales penales, si en este caso el haber acudido a la adjudicación directa puede interpretarse como un “concierto” o “maniobra o artificio” conducente a que se produzca determinado resultado o beneficio para particulares, teniendo en cuenta que, como se señaló, la adjudicación directa es, en este tipo de operaciones, un mecanismo que viola el principio de libre competencia establecido constitucionalmente, los principios de legalidad, honestidad, eficacia, eficiencia y transparencia establecidos en el artículos 141 de la Constitución y 12 de la Ley Orgánica de la Administración Pública, y los principios y objetivos establecidos en los artículos 2 y 78 de la LOAFSP.

V. Conclusiones

Después de todo lo dicho anteriormente se puede concluir que:

1) Desde el punto de vista financiero, la operación de adjudicación directa no fue conveniente para la Nación. Existen limitantes importantes para la determinación precisa del cálculo del posible daño al patrimonio público, fundamentalmente debido a la poca profundidad y transparencia del mercado secundario de deuda pública venezolano. Sin embargo, la información existente permite inferir las condiciones del mercado para el 26 de julio de 2002, y a partir de su análisis se puede concluir que el Estado podría haber logrado condiciones financieras más favorables.

2) La información disponible sobre el mercado debió haber servido de guía para una actuación más prudente de parte del Ejecutivo. Los estándares de buena práctica en el manejo de las finanzas públicas indican que no es suficiente con que un funcionario público tenga la percepción de que las condiciones financieras de una operación son adecuadas, es necesario que esto se valide de alguna forma en el mercado. Una alternativa sencilla hubiese sido convocar a subasta y fijar el precio de reserva en 78%, a la vez que se negociaba con CEDEL, Banco Canarias y Central Banco Universal que fijasen posturas por Bs. 57.000 millones a 78%. Esta opción hubiese garantizado que el precio promedio de la colocación no fuese menor a 78%, que se colocara al menos el 90% de la emisión y que, además, la operación fuese validada en el mercado.

3) La aceptación de Certificados de Depósitos (CD) respaldados por el Banco Canarias y Central Banco Universal también constituye una falta de prudencia. Bajo la percepción de que el mercado no estaba dispuesto a comprar más deuda pública, era importante considerar el respaldo que estas instituciones ofrecían a los CD, ya que si éstas no lograban vender los bonos en el mercado secundario tendrían que responder por ellos con su patrimonio, que representaba al cierre de julio sólo el 59,54% del compromiso adquirido con la nación a través de los CD.

4) Desde el punto de vista legal, es la opinión de esta Oficina que se incumplieron principios Constitucionales estipulados en los artículos 113, 299 y 311, algunos de los cuales son desarrollados en la Ley para Promover y Proteger el Ejercicio de la Libre Competencia. También se incumplieron algunos principios de funcionamiento de la Administración Pública estipulados en la LOAFSP (artículos 2, 76, 77,

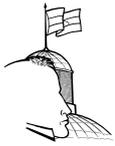


78 y 187) así como los contenidos en el artículo 12 de la LOAP. Así mismo, se ha utilizado una interpretación errada de la Ley al realizar la adjudicación directa bajo el amparo legal de la dación en pago.

5) La interpretación errada de la ley dio lugar al establecimiento de normas de rango sub-legal (decretos y resoluciones) violatorios de los principios constitucionales y legales vigentes. Asimismo, la operación incumplió el artículo 5 del Decreto 1.572, que exige que el pago de Bonos colocados mediante reaperturas de emisiones sea en realizado en efectivo.

Después de todo lo expuesto anteriormente es necesario que la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, la Comisión Nacional de Valores, la Superintendencia para la Promoción y Protección de la Libre Competencia, y la Superintendencia de Seguros trabajen coordinadamente con la Contraloría General de la República para que ésta última se pronuncie en relación al problema de la adjudicación directa de Bonos a CEDEL Casa de Bolsa, así como de las dos subastas subsiguientes, en su carácter de órgano del Poder Ciudadano al cual le corresponde el control, la vigilancia y la fiscalización de los ingresos, gastos y bienes públicos, de acuerdo a lo estipulado en la *Ley Orgánica de la Contraloría General de la República y del Sistema Nacional de Control Fiscal*. De igual manera se hace necesaria la participación de la Sala Político Administrativa del Tribunal Supremo de Justicia para que se pronuncie acerca de las posibles violaciones de las leyes antes mencionadas, en el curso de lo cual podría si así le es solicitado, establecer la interpretación correcta, la legalidad y la posibilidad de utilizar mecanismos de adjudicación directa para colocar títulos de deuda pública.

Por otro lado, y después de haber analizado todos los factores que han incidido en éstas operaciones resulta evidente la necesidad de modificar la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público, esto con el objetivo de llenar los vacíos legales que existen en la actualidad, así como para clarificar las ambigüedades que surgen de ellas. Por otro lado se hace necesario elaborar y publicar al mismo tiempo el reglamento del Sistema de Crédito Público. De igual manera, y a raíz de la polémica en relación a la compra del BANDES se hace necesario revisar y regular la manera en que se realizan las compras de títulos valores de los organismos y entes públicos, sobre todo de aquellos que manejan recursos financieros importantes (como el BANDES, BANCOEX, FOGADE, y demás bancos públicos y fondos especiales de financiamiento). De todo lo anterior también creemos que es imprescindible la reforma de la Ley de Salvaguarda al Patrimonio Público, así como el fortalecimiento (legal, económico, humano y técnico) de todas las instituciones reguladoras y supervisoras de los entes antes mencionados.



Anexo - Resoluciones y Gaceta Oficial

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA
RESOLUCION N° 98 -05-02

El Directorio del Banco Central de Venezuela, en uso de la atribución que le confiere el artículo 21, numeral 24 de la Ley especial que rige a dicho Instituto, en concordancia con lo dispuesto en el artículo 53 ejusdem,

Resuelve:
dictar las siguientes:

NORMAS QUE REGIRAN LAS OFERTAS DE TÍTULOS DE CRÉDITO DESMATERIALIZADOS DEL BANCO CENTRAL DE VENEZUELA .

Artículo 1°.- Las presentes normas regulan lo relativo a las ofertas en el mercado primario y secundario de los títulos de crédito desmaterializados del Banco Central de Venezuela.

Artículo 2°.- Sólo podrán hacer ofertas en el mercado primario y secundario de títulos de crédito desmaterializados del Banco Central de Venezuela:

1. Los bancos universales, bancos comerciales, bancos hipotecarios y bancos de inversión regidos por la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras Y por leyes especiales.
2. Las Entidades de Ahorro y Préstamo.
3. Las sociedades de corretaje autorizadas por la Comisión Nacional de Valores que funcionan en el país con forma de compañía anónima y cuyo capital pagado no sea inferior a Cien Millones de Bolívares (Bs. 100.000.000,00).

Parágrafo Unico: Cuando así lo estime pertinente, el Directorio podrá autorizar que personas diferentes a las indicadas en este artículo puedan hacer ofertas en el mercado primario y secundario de títulos de crédito desmaterializados del Banco Central de Venezuela.

Artículo 3°.- Para realizar las operaciones reguladas en la presente Resolución, las instituciones señaladas en el artículo anterior deberán estar inscritas en el Registro General de Cuentas para las Operaciones con Títulos Desmaterializados y en el Registro de Firmas Autorizadas que a tales efectos llevarán las Gerencias de Operaciones Monetarias y de Tesorería del Banco Central de Venezuela, respectivamente, o en cualquiera de las sucursales del mismo, mediante formularios que se expedirán a tal fin.

Parágrafo Primero: La inscripción en el Registro General de Cuentas para las Operaciones con Títulos Desmaterializados se solicitará por ante la Gerencia de Operaciones Monetarias del referido Instituto o en cualquiera de las sucursales del mismo, mediante la consignación de la documentación que se exigirá a tal fin en el Instructivo elaborado al efecto. En el plazo de siete (7) días hábiles bancarios, contados a partir de la fecha de presentación de la solicitud de inscripción o, de ser el caso, de la fecha en que el interesado haya subsanado cualquier error u omisión en la respectiva solicitud, la Gerencia de Operaciones Monetarias admitirá o negará la inscripción y lo comunicará al interesado directamente o a través de la sucursal en la que hubiere sido presentada la solicitud correspondiente. En caso de admisión, la Gerencia de Operaciones Monetarias participará al interesado el número de inscripción en el Registro General de Cuentas. En todo caso el Banco Central de Venezuela se reserva el derecho de revocar en cualquier momento la inscripción en el citado Registro.

Parágrafo Segundo: Como condición para la inscripción en los Registros, los interesados deberán comprometerse a mantener actualizada la documentación que ampara los Registros en referencia. Así como a suministrar toda la información que les sea requerida por el Banco Central de Venezuela.

Artículo 4°.- **Las ofertas en el mercado primario** para la adquisición de títulos de crédito desmaterializados, se efectuarán a través de la Mesa de operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Venezuela, por vía telefónica o por cualquier otro medio electrónico que establezca el Banco Central de Venezuela, en las oportunidades que determine la Administración del Instituto Emisor y los actos de adjudicación de títulos de crédito desmaterializados **tendrán una duración de treinta (30) minutos aproximadamente.**

Artículo 5°.- La Gerencia de operaciones Monetarias del Instituto en el supuesto de operaciones del mercado primario notificará la oportunidad en que tendrá lugar el acto de adjudicación correspondiente así como los términos y condiciones inherentes a las operaciones entre el Banco Central de Venezuela y los participantes y las condiciones financieras de los títulos a adjudicarse a través del sistema electrónico de transferencia de datos utilizado por el Instituto Emisor, u otro medio de comunicación autorizado por la Administración de dicho Organismo.

Artículo 6°.- **Los interesados en la adquisición de títulos a que se refiere esta Resolución, en colocación primaria efectuarán su única oferta por acto y por plazo de adjudicación al Banco Central de Venezuela cuyo monto no debe exceder del treinta por ciento (30%) del total del valor nominal de los títulos a colocar por plazo. Dicha limitación no se aplicará para las operaciones que se celebren en el mercado secundario.**

Artículo 7°.- El Banco Central de Venezuela adjudicará en el mercado primario los títulos de la siguiente manera: a) A través de subastas competitivas; b) A través de subastas no competitivas; y, c) Por adjudicación directa.

Artículo 8°.- El Banco Central de Venezuela podrá declarar desierto en el mercado primario el acto de adjudicación sin necesidad de especificar las razones que motivaron dicha decisión.

Artículo 9°.- En el mercado primario, una vez concluido el acto de adjudicación, el Departamento de Operaciones Monetarias de la Gerencia de Operaciones Monetarias, notificará y confirmará a los participantes favorecidos, vía telefónica o por otro medio de comunicación autorizado, el monto que lo fue adjudicado y las condiciones de las operaciones.

Asimismo, el Departamento de Operaciones Monetarias informará los resultados del acto de adjudicación a través del sistema electrónico de transferencia de datos utilizado por el Instituto Emisor u otro medio de comunicación autorizado. De haberse declarado desierto el acto, así se informará por las vías antes indicadas.

Artículo 10°.- Antes de las 11:00 am. del día hábil bancario de la liquidación, para las colocaciones del mercado primario el Departamento de Operaciones Monetarias de la Gerencia de Operaciones Monetarias debitará el precio correspondiente, el cual deberá estar depositado en las cuentas que mantengan en el Instituto los bancos universales, los bancos comerciales, los bancos hipotecarios, los bancos de inversión, las entidades de ahorro y préstamo y las sociedades de corretaje cuyas ofertas resultaren favorecidas.

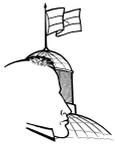
Si el participante favorecido no efectúa al Banco Central de Venezuela el pago del precio de los títulos adjudicados en la oportunidad antes señalada, la operación se entenderá no realizada y el participante no podrá efectuar operaciones con el Banco Central de Venezuela en el mercado primario ni en el mercado secundario con títulos desmaterializados. El inicio de operaciones con el Banco Central de Venezuela sólo podrá ser autorizado por el Directorio del Instituto Emisor cuando existan circunstancias que así lo justifiquen.

Artículo 11°.- Las ofertas para la adquisición de títulos de crédito desmaterializados en el mercado secundario se realizarán conforme al régimen establecido por el Banco Central de Venezuela en el Instructivo elaborado al efecto.

Artículo 12°.- Las personas inscritas en el Registro General de Cuentas deberán registrar las negociaciones del mercado secundario con los títulos de crédito desmaterializados del Banco Central de Venezuela a través de los medios de comunicación que en tal sentido determine el Instituto Emisor en el Instructivo elaborado al efecto.

Artículo 13°.- Las personas inscritas en el Registro General de Cuentas, deberán suministrar al Banco Central de Venezuela, mediante formato elaborado al efecto, información acerca de las operaciones de títulos de crédito desmaterializados del Banco Central de Venezuela, que efectúen en el mercado secundario por cuenta de clientes. Dicha información deberá suministrarse al Banco Central de Venezuela, a través del medio electrónico y en los términos y condiciones que en tal sentido determine dicho Organismo.

Artículo 14°.- El monto negociado de las operaciones con liquidación financiera de títulos de crédito desmaterializados del Banco Central de Venezuela, que se realicen en el mercado secundario, será acreditado o debitado, según corresponda, en las cuentas de depósitos que mantengan en el mismo los bancos universales, los bancos comerciales, los bancos hipotecarios, los bancos de inversión, las entidades de ahorro y préstamo y las sociedades de corretaje, siempre que existan correctamente los dos comandos (el de débito y el de crédito), que el vendedor posea los títulos y el comprador tenga los bolívares disponibles.



ASAMBLEA NACIONAL
Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Las operaciones de traspaso sin afectación financiera que se realicen en el mercado secundario serán acreditadas o debitadas, según corresponda, en las cuentas de custodia de los bancos universales, bancos comerciales, bancos hipotecarios, bancos de inversión, entidades de ahorro y préstamo y las sociedades de corretaje, siempre que exista disponibilidad de los títulos en la respectiva cuenta.

Artículo 15°.- Si el participante en las operaciones de mercado secundario con el Banco Central de Venezuela no efectúa el pago del precio de la operación y/o no posee los títulos de crédito desmaterializados negociados, la operación se entenderá no realizada y el participante no podrá efectuar operaciones con el Banco Central de Venezuela en el mercado primario ni en el mercado secundario con títulos desmaterializados. El inicio de operaciones con el Banco Central de Venezuela sólo podrá ser autorizada por el Directorio del Instituto Emisor, cuando existan circunstancias que así lo justifiquen. El incumplimiento de las transacciones entre participantes sin intervención del Banco Central de Venezuela estará sujeto a las disposiciones que en tal sentido regulen las negociaciones en el mercado interbancario.

Artículo 16°.- Los títulos de crédito desmaterializados podrán ser objeto de operaciones con o sin afectación financiera siempre y cuando las partes informen al Banco Central de Venezuela de acuerdo a los términos y condiciones establecidos en el Instructivo elaborado al efecto por el Instituto Emisor.
Los participantes al cierre del día retirarán del Banco Central de Venezuela el respectivo estado de cuenta consolidado.

Artículo 17°.- Las dudas que susciten la interpretación y aplicación de esta Resolución, serán resueltas por el Directorio del Banco Central de Venezuela.

Artículo 18°.- Se derogan las Resoluciones N° 92-07-04 y 92-09-02 del 23 de julio de 1992 y del 9 de septiembre de 1992, publicadas en las GACETAS OFICIALES Nos. 35.031 y 35.048 del 20 de agosto de 1992 y 14 de septiembre de 1992, respectivamente.

Artículo 19°.- La presente Resolución entrará en vigencia el día siguiente al de su publicación en la GACETA OFICIAL DE LA REPÚBLICA DE VENEZUELA.
Caracas, 7 de mayo de 1998.

En mi carácter de Secretario del Directorio, certifico la autenticidad de la presente Resolución.
Comuníquese y publíquese.

HUGO ROMERO QUINTERO
Primer Vicepresidente

Publicada en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 36.453 de fecha 14 de mayo de 1998.

MINISTERIO DE FINANZAS
BANCO CENTRAL DE VENEZUELA
RESOLUCION N°. 00-03-01

El Directorio del Banco Central de Venezuela, en uso de la atribución que le confiere el artículo 21, numeral 24, y 42 de la Ley especial que lo rige,
Resuelve:

dictar las siguientes,

NORMAS QUE REGIRÁN LAS OFERTAS DE TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA NACIONAL DESMATERIALIZADOS

Artículo 1°.- Las ofertas en el mercado primario y secundario, así como lo relativo al procedimiento de colocación y cancelación de Letras del Tesoro, Bonos de la Deuda Pública Nacional y otros títulos que representen obligaciones de la Nación, emitidos por la República en forma desmaterializada, estarán sujetos a lo dispuesto en las presentes normas y en la Resolución del Banco Central de Venezuela N° 98-05-02 del 7 de mayo de 1998, publicada en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 36.453 del 14 de mismo mes y año, y en los instructivos dictados por este Instituto al efecto.

Artículo 2°.- El Banco Central de Venezuela efectuará la colocación de los títulos de la Deuda Pública Nacional desmaterializados, atendiendo a los lineamientos que a tal efecto le imparta el Ministerio de Finanzas.

Parágrafo Primero.- Las ofertas en el mercado primario para la adquisición de títulos de la Deuda Pública Nacional desmaterializados, se efectuarán a través de la Mesa de Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Venezuela, por vía telefónica o por cualquier otro medio electrónico que establezca este Instituto, en las oportunidades que determine el Ministerio de Finanzas.

Parágrafo Segundo.- El Banco Central de Venezuela, en cumplimiento de las instrucciones del Ministerio de Finanzas, podrá declarar desierto en el mercado primario el acto de colocación, sin necesidad de especificar las razones que motivaron dicha decisión.

Artículo 3°.- Si el participante favorecido no efectúa el pago del precio de los títulos de la Deuda Pública Nacional desmaterializados colocados, en los términos y condiciones establecidos por el Banco Central de Venezuela, la operación se entenderá no realizada y el participante no podrá efectuar operaciones en el mercado primario con títulos desmaterializados emitidos por la República o por el Banco Central de Venezuela. En este supuesto, asimismo, el participante no podrá efectuar operaciones con el Banco Central de Venezuela en el mercado secundario con dichos títulos. El inicio de operaciones sólo podrá ser autorizado por el Directorio del Instituto Emisor.

Artículo 4°.- Si el participante en las operaciones del mercado secundario con el Banco Central de Venezuela no efectúa el pago del precio de la operación y/o no posee los títulos de la Deuda Pública Nacional desmaterializados negociados, la operación se entenderá no realizada y el participante no podrá efectuar operaciones en el mercado primario con títulos desmaterializados emitidos por la República o por el Banco Central de Venezuela. En este supuesto, asimismo, el participante no podrá efectuar operaciones con el Banco Central de Venezuela en el mercado secundario con dichos títulos. El inicio de operaciones sólo podrá ser autorizado por el Directorio del Instituto Emisor.

El incumplimiento de las transacciones entre participantes, sin intervención del Banco Central de Venezuela, estará sujeto a las disposiciones que en tal sentido regulen las negociaciones en el mercado interbancario.

Artículo 5°.- Las dudas que susciten la interpretación y aplicación de esta Resolución, serán resueltas por el Directorio del Banco Central de Venezuela.

Artículo 6°.- La presente Resolución entrará en vigencia el día siguiente al de su publicación en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela.

Caracas, 16 de marzo de 2000.

En mi carácter de Secretario del Directorio, certifico la autenticidad de la presente Resolución.
Comuníquese y publíquese.

GASTÓN PARRA LUZARDO
Primer Vicepresidente

Publicada en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 36.920 de fecha 28 de marzo de 2000.



GACETA OFICIAL

DE LA REPUBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA

AÑO CXXIX — MES VIII

Caracas, jueves 6 de junio de 2002

Nº 5.589 Extraordinario

SUMARIO

Presidencia de la República
Decreto N° 1.572, mediante el cual se procede a la Quingentésima Séptima Emisión de Bonos de la Deuda Pública Nacional, constitutivos de empréstitos internos destinados a dos conceptos: al Pago del Servicio de la Deuda Pública Externa e Interna de la República, y a la Gestión Fiscal del año 2001

Ministerio de la Producción y el Comercio
Decisión mediante la cual se declara el sobreseimiento de la causa administrativa que en ella se especifica.

Comisión de Funcionamiento y Reestructuración del Sistema Judicial
Sentencias dictadas por esta Comisión. - (Dres. Francisco Espinoza Pérez, Liliba La Rosa Malaver, Gladys Barón Pernia, Luis Méndez Escobar y Myriam Mendoza Peña).

PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA

Decreto N° 1.572

03 de noviembre de 2001

HUGO CHAVEZ FRIAS
Presidente de la República

En ejercicio de la atribución que le confiere el numeral 11 del artículo 236 de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela y de conformidad con lo establecido en los artículos 4° y 5° de la Ley Especial de Endeudamiento Anual para el Ejercicio Fiscal del año 2001, oída la opinión del Banco Central de Venezuela, en Consejo de Ministros,

DECRETA

Artículo 1º. Procédase a la **QUINGENTESIMA SEPTIMA EMISION** de Bonos de la Deuda Pública Nacional, constitutivos de empréstitos internos hasta por la cantidad de **UN BILLON DE BOLIVARES CON CERO CENTIMOS (Bs.1.000.000.000.000,00)**, o su equivalente en Dólares, Euros o Yenes destinados a dos conceptos: al **Pago del Servicio de la Deuda Pública Externa e Interna de la República**, hasta por la cantidad de Setecientos Cincuenta Mil Millones de Bolívares con 00/100 (**Bs.750.000.000.000,00**) y a la **Gestión Fiscal del año 2001**, hasta por la cantidad de Doscientos Cincuenta Mil Millones de Bolívares con 00/100

Fiscal del año 2001, publicada en la Gaceta Oficial N° 5.504 Extraordinario de fecha 11 de diciembre de 2000.

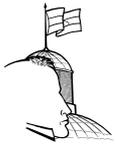
Parágrafo Primero. La totalidad o parte de esta emisión podrá ser dispuesta en el mercado financiero mediante colocación primaria, operaciones de canje y operaciones de reapertura de emisiones de Bonos de la Deuda Pública previamente emitidos y actualmente vigentes en el mercado, de acuerdo a lo contemplado en la parte final del artículo 80 de la Ley Orgánica Administración Financiera del Sector Público.

Artículo 2º. Los Bonos de la Deuda Pública contemplados en el artículo 1º del presente Decreto, podrán ser dispuestos en el mercado financiero mediante colocación primaria, a través de subastas, dación en pago o adjudicación directa a sus tenedores, asumiendo los términos y condiciones financieras generales indicadas para los Bonos de la Deuda Pública contemplados en el artículo 6º del presente Decreto. Para ello y en contraparte, la República recibirá efectivo como forma de pago, cuando corresponda.

Artículo 3º. Los Bonos de la Deuda Pública contemplados en el artículo 1º del presente Decreto, podrán ser dispuestos en el mercado financiero mediante operaciones de canje, las cuales serán realizadas voluntariamente entre sus tenedores en los términos especificados en este artículo, emitiendo títulos llamados a este efecto "objeto de canje".

Los títulos emitidos como objeto de canje podrán tener el nombre y las condiciones financieras de cualesquiera de las emisiones de Bonos de la Deuda Pública previamente colocados, y vigentes en el mercado, en lo que se refiere a: a) denominación de la Emisión de la cual toma las condiciones financieras; b) denominación del Decreto del cual toma las condiciones financieras; c) los cupones vigentes (tanto en fechas de vencimiento como en la tasa de interés nominal); d) la denominación de clase; e) el porcentaje de referencia, f) la fecha del vencimiento del capital, y cualquiera otra característica financiera, considerándose únicamente a efectos de registro de la Deuda Pública Nacional, como la reapertura de dichas emisiones. Para ello y en contraparte, la República podrá recibir como forma de pago Bonos de la Deuda Pública Nacional, previamente colocados y actualmente vigentes en el mercado, pudiéndose vencer éstos el día del canje.

Una vez efectuado dicho canje, la República considerará los títulos recibidos como deudas extintas, anulándolos e



Artículo 4º. Los Bonos de la Deuda Pública considerados como "sujetos de canje" en el presente Decreto, serán todos aquellos emitidos por la República que no se encuentren vencidos.

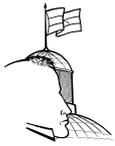
Parágrafo Primero. Ninguno de los Bonos de la Deuda Pública considerados como "sujeto de canje" podrán ser "objeto de canje".

Artículo 5º. Los Bonos de la Deuda Pública contemplados en el artículo 1º del presente Decreto, podrán ser dispuestos en el mercado financiero mediante operaciones de reapertura, pudiendo asumir las condiciones financieras de cualesquiera de las emisiones de Bonos de la Deuda Pública previamente colocados, y actualmente vigentes en el mercado, en lo que se refiere a: a) denominación de la Emisión de la cual toma las condiciones financieras; b) denominación del Decreto del cual toma las condiciones financieras; c) los cupones vigentes (tanto en fechas de vencimiento como en la tasa de interés nominal); d) la denominación de clase; e) el porcentaje de referencia, f) la fecha del vencimiento del capital, y cualquiera otra característica financiera, considerándose únicamente a efectos de registro de la Deuda Pública Nacional, como la reapertura de dichas emisiones. Para ello y en contraparte, la República recibirá efectivo como forma de pago.

Artículo 6º. La República podrá emitir los Bonos contemplados en el artículo 2º del presente Decreto, en las clases aquí descritas, y presentarán, de acuerdo a ello, las siguientes condiciones financieras:

VEBONO032004	(Bonos a dos años, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Viernes 29/03/2002, Viernes 28/06/2002, Viernes 27/09/2002, Viernes 27/12/2002.
Fecha de vencimiento:	Viernes 26/03/2004
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.

VEBONO092004	(Bonos a dos años y medio, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Viernes 15/03/2002, Viernes 14/06/2002, Viernes 13/09/2002, Viernes 13/12/2002.
Fecha de vencimiento:	Viernes 10/09/2004
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.
Calendario de cupones:	Cuartos o quintos viernes de Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre de cada año aproximadamente.
VEBONO012005	(Bonos a 3 años, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Jueves 11/04/2002, Jueves 11/07/2002, Jueves 10/10/2002.
Fecha de vencimiento:	Jueves 06/01/2005
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.

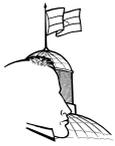


VEBONO072005	(Bonos a 3 años y medio, aproximadamente)	VEBONO082006	(Bonos a 4 años y medio, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360	Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Jueves 25/04/2002, Jueves 25/07/2002, Jueves 24/10/2002.	Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Jueves 09/05/2002, Jueves 08/08/2002, Jueves 07/11/2002.
Fecha de vencimiento:	Jueves 21/07/2005	Fecha de vencimiento:	Jueves 03/08/2006
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento	Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.	Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.	Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.
Calendario de cupones:	Cuartos jueves de Enero, Abril, Julio y Octubre de cada año aproximadamente.	Calendario de cupones:	Segundos jueves de Febrero, Mayo, Agosto y Noviembre de cada año aproximadamente.
VEBONO022006	(Bonos a 4 años, aproximadamente)	VEBONO032007	(Bonos a 5 años, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360	Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Viernes 17/05/2002, Viernes 16/08/2002, Viernes 15/11/2002.	Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Viernes 05/04/2002, Viernes 05/07/2002, Viernes 04/10/2002.
Fecha de vencimiento:	Viernes 10/02/2006	Fecha de vencimiento:	Viernes 30/03/2007
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento	Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.	Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.	Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.



VEBONO102007	(Bonos a 5 años y medio, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Jueves 18/04/2002, Jueves 18/07/2002, Jueves 17/10/2002.
Fecha de vencimiento:	Jueves 11/10/2007
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.
Calendario de cupones:	Segundos viernes de Enero, Abril, Julio y Octubre de cada año aproximadamente.
VEBONO042008	(Bonos a 6 años, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Jueves 02/05/2002, Jueves 01/08/2002, Jueves 31/10/2002.
Fecha de vencimiento:	Jueves 24/04/2008
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.

VEBONO112008	(Bonos a 6 años y medio, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Viernes 24/05/2002, Viernes 23/08/2002, Viernes 22/11/2002.
Fecha de vencimiento:	Viernes 21/11/2008
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.
Calendario de cupones:	Cuartos viernes de Febrero, Mayo, Agosto y Noviembre de cada año aproximadamente.
VEBONO062009	(Bonos a 7 años, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Jueves 21/03/2002, Jueves 20/06/2002, Jueves 19/09/2002, Jueves 19/12/2002
Fecha de vencimiento:	Jueves 18/06/2009
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.



VEBONO122009	(Bonos a 7 años y medio, aproximadamente)
Base de cálculo:	Actual/360
Fecha de devengo de intereses:	Cualesquiera de las siguientes fechas: Viernes 07/06/2002, Viernes 06/09/2002, Viernes 06/12/2002.
Fecha de vencimiento:	Viernes 27/11/2009
Forma de colocación:	al valor par, prima o descuento
Cupón:	Variable y revisable cada 91 días transcurridos desde la fecha de devengo de intereses. Cada cupón es calculado al principio de su vigencia, a partir del rendimiento promedio ponderado de las Letras del Tesoro a 91 días subastada en la semana que corresponda al inicio de la vigencia del cupón, más un diferencial de 250 puntos básicos.
Vencimiento de cupones:	Cada 91 días transcurridos contados a partir de la fecha de devengo de intereses.
Calendario de cupones:	Primeros viernes de Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre de cada año aproximadamente. Debido al efecto en los años bisiestos podrá pagar intereses una semana antes de lo previamente indicado.

Parágrafo Primero. Si para el momento de la determinación del cupón, no se encuentra disponible la referencia de la subasta de Letras del Tesoro correspondiente, se tomará como cupón el Ochenta y Nueve por ciento (89%) de la Tasa Activa del Mercado (TAM) vigente a la fecha.

Se entiende por Tasa Activa del Mercado (TAM), la tasa de interés anual promedio ponderada en el mercado nacional de las operaciones activas pactadas por los seis (6) principales bancos comerciales o universales del país con mayor volumen de depósitos, suministrada por el Banco Central de Venezuela.

Artículo 7º. A los efectos del artículo 4º, el Ministerio de Finanzas promoverá los mecanismos por medios de información electrónica para que los tenedores de títulos físicos registren dichos Bonos en custodia electrónica en el Banco Central de Venezuela.

Artículo 8º. En el momento de la colocación y a efectos del pago de los intereses devengados y no cobrados, atribuibles al último tenedor del Bono de la Deuda Pública Nacional emitido bajo cualesquiera de los objetivos contemplados en el parágrafo primero del artículo 1º del presente Decreto, el Banco Central de Venezuela cobrará o pagará si es el caso, al comprador primario en su respectiva cuenta y depositará o debitará si es el caso, en la cuenta asignada al pago de cupones del Bono de la Deuda Pública Nacional, las porciones

desde la fecha de devengo de intereses o último cupón (Dt) y el número de días en el período del cupón (Dc).

$$ID = C \times \frac{Dt}{Dc}$$

Artículo 9º. Los Bonos contemplados en el presente Decreto podrán ser colocados en el mercado primario, canjeados o colocados mediante reapertura de emisiones previas, a través del Banco Central de Venezuela o cualquier otro ente designado por la República para tal fin mediante la constitución de un fideicomiso de Bonos de la Deuda Pública Nacional. En este último caso, la custodia de dichos Bonos será realizada por el Banco Central de Venezuela a nombre del ente. Para ello, la República girará instrucciones mediante comunicación escrita o electrónica para definir las condiciones financieras de la colocación de cada uno de los Bonos de la Deuda Pública Nacional, colocados a través de cualquier plataforma o sistema electrónico que funja como sistema colocador. Los mecanismos y procedimientos de colocación serán los contemplados en el presente Decreto y dentro del marco normativo del Decreto con Fuerza de Ley N° 1.204 de fecha 10 de febrero de 2001, publicado en la Gaceta Oficial N° 37.148 de fecha 28 de febrero de 2001, de Mensajes de Datos y Firmas Electrónicas.

Artículo 10. Todos los Bonos emitidos en el marco del presente Decreto serán custodiados por el Banco Central de Venezuela, mediante un registro electrónico de acuerdo a lo contemplado en el Convenio Técnico Interinstitucional suscrito entre el Ministerio de Finanzas y el Banco Central de Venezuela para el registro y manejo de los títulos públicos, en fecha 02 de marzo de 2001.

Parágrafo Primero. La publicación de este Decreto será condición suficiente para girar instrucciones al Banco Central de Venezuela para que, de acuerdo a la programación impartida por el Ministerio de Finanzas se proceda a su colocación.

Parágrafo Segundo. Se autoriza además del Ministro de Finanzas, al Viceministro de Gestión Financiera, al Jefe encargado de la Oficina Nacional de Crédito Público (antes Dirección General de Finanzas Públicas) y al Director de Administración de la Deuda Pública, o a quienes hagan sus veces, todos ellos funcionarios del Ministerio de Finanzas para girar las instrucciones de colocación de los Bonos de la presente emisión.

Artículo 11. El Ministro de Finanzas queda encargado de la ejecución del presente Decreto.

Dado en Caracas, a los tres días del mes de noviembre de dos mil uno. Años 191º de la Independencia y 142º de la Federación.

Ejecútese
(L.S.)

HUGO CHAVEZ FRIAS