



ASAMBLEA NACIONAL  
Oficina de Asesoría Económica y Financiera

**Observaciones al “Informe Final: Adjudicación Directa de Bonos de la Deuda Pública de fecha 27/07/2002” elaborado por la Comisión Permanente de Contraloría de la Asamblea Nacional**

**Noviembre 2002**

Serie: IA 1002-044



## INDICE DE ACRONIMOS

BCV	Banco Central de Venezuela
BOD	Banco Occidental de Descuento
BCU	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 Publico
LOAP	Ley Orgánica de Administración Publica
MF	Ministerio de Finanzas
TAM	Tasa de interés activa anual promedio ponderada de los seis principales Bancos comerciales o universales del país con mayor volumen de depósitos



### **Introducción:**

El presente informe tiene como objetivo presentar ante a la Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional, así como al Poder Legislativo en pleno, las observaciones críticas de esta Oficina sobre el Informe aprobado por dicha Comisión en relación al caso de adjudicación de bonos de la deuda pública nacional (DPN) a CEDEL Casa de Bolsa, así como informar de algunos nuevos elementos que hemos podido detectar recientemente y que ayudaran en el proceso de investigación que realiza la Asamblea.

En la introducción del informe de la Comisión se hace referencia de los elementos que se tomaron en cuenta para su elaboración como son : Las denuncias presentadas por los Diputados Alejandro Armas, Jose Luis Farias, Ernesto Alvarenga y Nelson Ventura (**Grupo Solidaridad**) , la información solicitada al Ministerio de Finanzas (**MF**) , Banco Central de Venezuela (**BCV**), Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (**SUDEBAN**), Banco Nacional de Desarrollo (**BANDES**), Comisión Nacional de Valores (**CNV**), y CEDEL Casa de Bolsa.

Es de hacer notar que la Oficina de Asesoría Económica de la Asamblea Nacional ya había presentado en el mes de Septiembre un informe completo sobre el caso ante las Comisiones de Contraloría y de Finanzas. Después de una lectura detallada del informe que presentó la Comisión de Contraloría pudimos notar la omisión de todos los elementos financieros, económicos y jurídicos a los cuales hicimos referencia en aquella oportunidad. Dado el carácter sumamente técnico de estas operaciones entendemos que la complicación del tema haya podido influir en la omisión de estos elementos, por lo cual estimamos necesaria la presentación de este segundo Informe. Asimismo, queremos dejar sentada nuestra total disposición para explicar a los diputados todos los elementos que tienen que tomar en cuenta, de manera que puedan tomar decisiones en basadas en la más amplia información disponible.



## I. Relación de los hechos relevantes y algunas definiciones:

Antes de pasar a hacer las observaciones al informe presentado por la Comisión de Contraloría, haremos un breve recuento cronológico de los hechos que rodearon la adjudicación directa y las subastas sucesivas el cual es necesario para entender el problema. Todo este análisis está bien desarrollado en el informe que presentó la OAEF a la Comisión en el mes de Septiembre (páginas 10-14), sin embargo consideramos necesario volver a traer algunos de ellos a los fines de recordar algunos elementos fundamentales.

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 60, 90 y 120 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 directa<sup>1</sup> 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 546<sup>2</sup>, serie I con Base a la Emisión No 507, Decreto 1572<sup>3</sup>. 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 año<sup>4</sup>, día en 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.

<sup>1</sup> Según el Nacional del viernes 09/08/2002 y del sábado 10/08/2002, y Tal Cual del 13/08/2002

<sup>2</sup> Gaceta Oficial No. 36.842 del 02/12/1999

<sup>3</sup> Gaceta Oficial Extraordinaria No. 5.589 del 06/06/2002

<sup>4</sup> La fuente de las colocaciones y de los porcentajes de referencia se obtuvieron de REUTERS.



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%<sup>5</sup>. Sin embargo, según otras informaciones de prensa, **Central Banco Universal** le compró los bonos a **CEDEL** a un precio de 83%<sup>6</sup>.

Por otro lado se sabe que el **Banco Occidental de Descuento** compró Bs. 10.000 millones de dichos bonos a un precio de 84%<sup>7</sup>. 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 1999<sup>8</sup>. 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 Álvarez - 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 emisión reaperturada 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.

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. A continuación se presenta la convocatoria que apareció en la pantalla de **REUTERS**, poco antes de la subasta. En ella, en la parte superior izquierda se muestra a qué hora se introdujo la información en la pantalla de **REUTERS**. La convocatoria apareció por primera vez en la pantalla de **REUTERS** a las 11:46 a.m. De las interpelaciones y del informe de la Comisión pudimos conocer que el Ministerio de Finanzas le dio la orden al **BCV** de convocar a la subasta a las 10:42 a.m. (ver pág. 38 del informe de la Comisión.)

<sup>5</sup> Según El Universal del 13/08/2002

<sup>6</sup> Según Tal Cual del 14/08/2002

<sup>7</sup> Según Tal Cual del 14/08/2002 y El Universal del 13/08/2002

<sup>8</sup> 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**.



ASAMBLEA NACIONAL  
Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Printed By Reuters : Thursday, 8 A  
11:46 08AUG02 BANCO CENTRAL DE VENEZUELA  
\*\*\*\*\* SUBASTA DE TITULOS DE LA DEUDA PUBLICA NACIONAL  
EMISION Y DECRETO BASE  
GACETA OFICIAL Y DECRETO 36842 546  
EMISION N° Y CLASE 411 (\*) I  
DURACION DEL ACTO 12:00M - 12:30PM : - :  
CODIGO DEL INSTRUMENTO DPBS00546I0039  
PLAZO 833 Nota:Ver pag  
MONTO A COLOCAR (Mill Bs) 300000  
FECHA DE PACTO 08/08/02 / /  
FECHA VALOR 09/08/02 / /  
FECHA DE VENCIMIENTO 01/12/04 / /  
VIGENCIA CUPON 02/06/02-01/09/02 / / - / /  
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)

Hora de la convocatoria

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%)<sup>9</sup>.

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).

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”**<sup>10</sup>. El precio se ubicó entre 78% y el 79%. Ahora bien, también cabe la posibilidad de que parte de esta colocación (Bs. 15.000 millones) la haya adquirido **La Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo**<sup>11</sup> 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.**

<sup>9</sup> Según REUTERS y El Universal del 09/08/2002 y del 13/08/2002.

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> Según Tal Cual del 19/08/2002



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 de las conclusiones a las que llega la Comisión en relación al caso.

## **II.- Conclusiones del Informe de la Comisión de Contraloría y Observaciones de la OAEF:**

A continuación presentamos las conclusiones<sup>12</sup> a las que arribó la Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional, y seguidamente a cada una de ellas explicamos por qué creemos que se hicieron omisiones importantes de los hechos ocurridos, se obviaron las observaciones plasmadas en el informe de la OAEF (que fue presentado en el mes de Septiembre), así como demostraremos el por qué algunas de las cosas que se dijeron en las interpelaciones no eran del todo ciertas ( y por lo tanto las conclusiones que se deriven de ellas estarían erradas), y por último, en la medida que sea conveniente para la exposición, presentaremos nuevos elementos que no se encontraban en el informe presentado en el mes de septiembre como consecuencia de que no eran conocidos hasta ese momento.

### **Conclusión 5:**

El informe de la Comisión hace la siguiente afirmación (página 83)<sup>13</sup>:

Por su parte, el artículo 2º del Decreto 1.572 establece que “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 Deuda Pública contemplados en el artículo 5º del presente Decreto. Para ello y en contraparte, la República recibirá efectivo como forma de pago, cuando corresponda.” En base a lo previsto en dichos artículos se determinó que la modalidad de adjudicación directa, como tal, se enmarca dentro de su contenido. Su utilización tal como lo ha expresado el Diputado Leopoldo Martínez durante las interpelaciones podría transformarse en una “ventana de oportunidades” que, indecentemente utilizada, convierta su aplicación en un medio ilícito de beneficiar a intereses distintos a los de la República. Esta Comisión considera de estricta necesidad la reglamentación de la misma, con especial atención al mercado interno, de tal manera de garantizar la transparencia y equidad necesaria para fortalecer la confianza del mercado.

### **Observación OAEF a Conclusión 5:**

La primera parte de esta conclusión fue uno de los puntos más desarrollados y explicados por el informe de la OAEF (páginas 58-61) donde se llegó a una conclusión totalmente contraria a la del Informe de la Comisión en relación a la legalidad y procedencia de las operaciones de adjudicación directa y a la contraprestación distinta del

<sup>12</sup> Aunque no las presentaremos en el orden exacto en que fueron presentadas en el informe.

<sup>13</sup> La Comisión cometió un error al transcribir el artículo en cuestión, puesto que el decreto hace referencia al artículo 6 y no al 5, lo cual se presta para una confusión que podrían tener consecuencias legales graves.



efectivo, mientras que estamos totalmente de acuerdo con la segunda parte de la conclusión, es decir que es de extrema urgencia regular las operaciones de adjudicación directa y dación en pago, así como muchos otros aspectos que todavía no han sido regulados por el marco legal y sublegal vigente. Sin embargo, dada la importancia del decreto 1.572 para establecer la legalidad de la operación de la adjudicación directa nos permitimos traer nuevamente el análisis que presentamos en septiembre, así como desarrollaremos las diferentes interpretaciones erróneas que hace el Ministerio para defender la operación.

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 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 párrafo 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 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.

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 22/12/99 (7 días después de la tragedia nacional de Vargas) y la segunda se realizó el día 23/12/99<sup>14</sup>. 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.

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 indican que los bonos 411 del decreto 546 estaban

<sup>14</sup> Según pudimos constatar de la base de datos que publico el BCV recientemente.





siendo subastados mediante un mecanismo de reapertura de bonos, basados en el decreto 1572, emisión 507. Los bonos colocados mediante adjudicación directa (emisión 411 del Decreto 546) también fueron ofrecidos mediante un proceso de reapertura, en base al Decreto 1572.

En el artículo 2 del Decreto 1572 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 podrían 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 aprobados por Merentes pero 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. Ambas frases sólo aparecen en los decretos de emisión publicados en Gaceta Oficial después del 15/03/02.

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 (sino que se cancelara una deuda), 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. Fíjese el lector, que para el caso de la reapertura el decreto es bastante claro en cuanto a qué es lo que se debe recibir (en este caso es efectivo) como contraprestación de los bonos recibidos, por lo que este artículo no tiene la ambigüedad que presenta el artículo 2<sup>15</sup>.

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.

En este caso Ministerio volvió a realizar una interpretación errada de la ley (ver el informe presentado por MF página 40), tal se demuestra en la presentación realizada a la Comisión cuando trata de aplicar el artículo 2 a la adjudicación directa, siendo que la misma había sido una operación de reapertura. Por otra parte, señala el Ministro de Finanzas que conforme al artículo 78 de la LOAF (página 30 de su informe):

“las operaciones de crédito público tendrán por objeto arbitrar recursos o fondos...” y conforme a ello interpreta el Ministro que “Arbitrar recursos implica un concepto más amplio que administrar fondos en efectivo. La Ley no se refiere al momento de hacer efectivos los recursos, lo importante es que se obtengan (se arbitren)”.

Con ello, el Ministro pretende justificar, con otro argumento, el que la República no haya recibido dinero en efectivo con motivo de la adjudicación directa de los bonos de la deuda pública objeto de la investigación realizada por la Comisión de Contraloría. No obstante, la interpretación que hace el Ministro de Finanzas no tiene fundamento alguno pues, el sentido y alcance de la palabra arbitrar en nada implica que el Ejecutivo Nacional pueda decidir discrecionalmente qué recibe en contraprestación de bonos de la deuda pública, pues, sólo se pueden recibir las contraprestaciones que establezca la ley y los actos administrativos de carácter general que regulen su operación. En este sentido, establece el artículo 5 del Decreto 1.572 que regula la operación, que los bonos de la Deuda Pública contemplados en el artículo 1° del ese mismo Decreto, podrán ser dispuestos en el mercado financiero mediante operaciones de reapertura y que para ello la República debe recibir en contraparte efectivo como forma de pago. En otras palabras una interpretación de la palabra arbitrar a que se refiere el artículo 78 de la Ley Orgánica de Administración Financiera, no puede implicar el incumplimiento de lo establecido con carácter imperativo en el Decreto 1.572.

En otro orden de ideas, sostiene el Ministro de Finanzas que:

<sup>15</sup> Es de hacer notar nuevamente, que en los decretos publicados en G.O. a partir del 15/08/02 aparece la frase “cuando corresponda” al final del artículo 5 de los decretos de emisión, por lo que ahora también pasan a ser bastante ambiguos y discrecionales.



“por vía contraria, en las prohibiciones y limitaciones de la LOASP no se menciona la imposibilidad que el Estado reciba como resultado de una operación de crédito público una contraprestación sea recibida en momentos distintos. En tal sentido, la LOAFSP, en su artículo 83 establece que en ningún caso la Ley Especial de Endeudamiento anual y, por lo tanto, tampoco otra nómina rango sublegal podrá establecer prohibiciones adicionales a las prevé la LOAFSP”.

Al respecto debe señalarse que el Ministro nuevamente incurre en un error en la interpretación de la LOAFSP que no se corresponde con el artículo 4 del Código Civil antes citado, y relativo a la interpretación de la ley. En efecto, ante todo debe precisarse que el artículo 83 de la LOAF señala textualmente lo siguiente:

En la ley especial de endeudamiento anual se indicarán las modalidades de las operaciones y se autorizará la inclusión de los correspondientes créditos presupuestarios en la ley de presupuesto. En los supuestos a que se refieren los artículos 81 y 82, la ley de endeudamiento autorizará los respectivos créditos adicionales.

En ningún caso la ley especial de endeudamiento anual podrá establecer prohibiciones o formalidades autorizatorias adicionales a las previstas en esta Ley.

El Ministro de Finanzas en su argumentación está tratando de concluir que con motivo de lo establecido en la parte in fine del artículo antes citado, no puede, ni la ley especial de endeudamiento anual y, por ende, ningún acto de rango sublegal como el Decreto 1.572 establecer regulaciones a las operaciones de crédito público relativas a la contraprestación que se recibirá con motivo de colocación de la deuda pública, así como en qué momento. Con ello, evidentemente, el Ministro de Finanzas pretende justificar la legalidad de la operación.

Pero además, debe señalarse que la contraprestación en efectivo que prevé el artículo 5 del Decreto 1.572 no constituye una “prohibición”, ni una “formalidad autorizatoria” que son los mecanismos a que se refiere la parte final del artículo 83 de la LOAF. Antes bien, la contraprestación en efectivo previsto en el referido Decreto es una “condición” de obligatorio cumplimiento para la legalidad de la operación que puede ser perfectamente impuesta por el Ejecutivo Nacional mediante Decreto porque no entra dentro del supuesto del artículo 83 de la LOAFSP y no forma parte de la reserva legal.

De igual manera, debe señalarse que lo establecido en la parte final del artículo 83 de la LOAFSP sólo es aplicable a la ley especial de endeudamiento anual y no a actos distintos a dicha ley, como Reglamentos o Decretos del Ejecutivo Nacional, pues, para que ello sea así, ha debido el legislador referirse expresamente a los Decretos y Reglamentos. Además, cuando el artículo 83 de la LOAFSP habla de prohibiciones o formalidades autorizatorias se está refiriendo expresamente a los aspectos regulados en el Capítulo II: “De la Autorización para Celebrar Operaciones de Crédito Público”, Capítulo III: “De las Operaciones y Entes Exceptuados del Régimen Previsto en este Título o de la Autorización Legislativa” y a los aspectos regulados en el Capítulo IV: “De las Prohibiciones en Materia de Crédito Público” y no a los aspectos regulados por el resto del marco legal, ya que de lo contrario no tendría sentido el artículo 76 de la misma LOAFSP:

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, decretos, resoluciones y convenios relativos a cada operación.



En definitiva la interpretación del Ministro de Finanzas es de tanta gravedad que con base en ella no podría el Ejecutivo Nacional establecer un Reglamento de la LOAF en materia de crédito público, tal como lo está haciendo en estos momentos. Con todo, queda demostrado que los argumentos esgrimidos por el Ministro de Finanzas son jurídicamente improcedentes e insostenibles y lejos de demostrar la legalidad de las operaciones investigadas por la Comisión de Contraloría, evidencian la violación flagrante y premeditada de lo establecido en el Decreto 1.572.

Además de las interpretaciones erradas realizadas por el Ministro de Finanzas a la Ley Orgánica de Administración Financiera para tratar de justificar la legalidad de las operaciones, acogidas sin más el Informe de la Comisión, existe un hecho que por su gravedad debemos resaltar y alertar, pues, además de demostrar la inconsistencia desde el punto de vista jurídico del informe basado en dichas interpretaciones, lo podría viciar de nulidad por incurrir en el vicio de falso supuesto de derecho. En la conclusión anterior se cita el artículo 2 del Decreto 1.572, pero con un contenido distinto al de este Decreto.

En efecto, señala textualmente el Informe de la Comisión de Contraloría, lo siguiente:

Por su parte, el artículo 2º del Decreto 1.572 establece que “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 Deuda Pública contemplados en el artículo 5º del presente Decreto. Para ello y en contraparte, la República recibirá efectivo como forma de pago, cuando corresponda.” En base a lo previsto en dichos artículos se determinó que la modalidad de adjudicación directa, como tal, se enmarca dentro de su contenido”. (Subrayado nuestro)

No obstante, como se puede evidenciar del texto de la Gaceta Oficial donde está publicado el referido Decreto, el cual fue incluido como anexo en el informe de la OAEF en septiembre, el artículo 2 del mismo no remite al artículo 5 de ese Decreto, sino, al artículo 6, del mismo. En efecto, el mencionado artículo 2 señala verdaderamente, 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.

El problema para el Ejecutivo Nacional está en que las operaciones objeto de la investigación iniciada no son las señaladas en el artículo 6 del Decreto, sino las referidas en el artículo 5 del mismo, con lo cual no se aplica en modo alguno lo establecido en el artículo 2 de dicho Decreto. No obstante, el Informe de la Comisión de Contraloría por error alteró la redacción que realmente tiene el artículo 2 del Decreto 1.572 y con ello justificó, aunque incorrectamente, la legalidad de la operación, en razón de lo cual el Informe podría ser declarado de ilegal por incurrir en el vicio de falso supuesto de derecho.

En Cuanto al segundo aparte de la conclusión establecida por el Informe de la Comisión en cuanto a la urgencia en reglamentar las operaciones de adjudicación directa y dación en pago manifestamos nuestro total



acuerdo con la Comisión, pero es necesario un cambio mucho mayor. Es necesaria una reforma sustancial de la Ley Orgánica de la Administración Financiera a la luz de los problemas que se han detectado con la operaciones de crédito público, así como crear una nueva Ley de Crédito Público, que utilice los lineamientos generales enmarcados en la Ley Orgánica de Administración financiera, para que regule los aspectos más fundamentales y críticos de dichas operaciones, así como establecer régimen preventivo y sancionatorio lo suficientemente amplio como para prevenir estos problemas.

A la luz de todos los problemas antes expuestos, de todas las interpretaciones erróneas de la ley, de los cambios constantes de los decretos de emisión, de la gran discrecionalidad y poca transparencia que han demostrado algunos funcionarios públicos, es urgente hacer una ley de crédito público de manera que todos estos aspectos críticos no puedan ser modificados por los funcionarios de turno sin una discusión profunda, amplia y transparente de los motivos que sustentarían dichas modificaciones. El dejar aspectos tan críticos a potestad de un reglamento trae como consecuencia el retardo en su elaboración y publicación y las modificaciones constantes de los mismos sin ninguna sustentación, tal como hemos sido testigos de lo que ha sido el funcionamiento de las operaciones de crédito público desde la aprobación de la LOAFSP.

Por otro lado, la falta de un marco regulatorio lo suficientemente explicativo y normativo ha traído como consecuencia el encarecimiento de las operaciones de crédito público y el uso abusivo, discrecional, poco transparente y dudoso de las operaciones de dación en pago y adjudicaciones directas. Efectivamente, la OAEF después de hacer un análisis detallado de las operaciones de colocación de títulos públicos, con base en la poca información que aparece en las publicaciones oficiales, ha podido determinar que en lo que va del año 2002 se ha hecho un uso intensivo de las operaciones de dación en pago y adjudicación directa, pero muy especialmente de aquellos títulos que son los más costosos para la República, sobre todo en los meses de febrero, marzo y julio.

En el Cuadro 1 se muestran los diferentes títulos que han sido utilizados entre el 31/12/01 y el 31/08/02 para ser colocados mediante subastas, adjudicación directa y dación en pago, y están ordenados de manera que en la primera línea aparece la emisión menos costosa para la República mientras que en las Últimas líneas aparecen las más costosas (exceptuando la emisión 511, ya que no es directamente comparable con las otras emisiones). El criterio para decir que un título es más costoso que otro es el porcentaje de referencia que paga cada uno de ellos, es decir el porcentaje que será aplicado a la TAM para calcular la tasa de interés que devengará el bono. Así por ejemplo si la TAM es de 50%, el bono de la emisión 5-D pagaría una tasa de interés de 43,37%, mientras que el bono 411-I pagaría una tasa de interés del 47,8%, por lo que para la República este último título sería más costoso.

Se puede observar que efectivamente hay una proporción importante del 75,6% que han sido colocados mediante adjudicación directa y dación en pago (categoría OTRO). De esos títulos la mayor parte de las colocaciones mediante estos mecanismos poco transparentes se ha concentrado en los títulos más caros para la República (sobre todo en los meses de febrero, marzo y julio), y de hecho de no ser por las “*subastas*” del 8 y 9 de agosto de la emisión 411-E, uno podría decir que dichos títulos fueron colocados exclusivamente por adjudicación directa y dación en pago. Esto es lo que explica el por qué el promedio ponderado del porcentaje de referencia de los títulos colocados mediante estos mecanismos es más alto que el promedio ponderado de los colocados mediante subastas<sup>16</sup>. Pero existe otro aspecto de estas colocaciones que es necesario resaltar, y es el

<sup>16</sup> El promedio ponderado del porcentaje de referencia no incluye la emisión 511)



hecho de que la gran mayoría de los títulos que fueron colocados en su totalidad mediante estos mecanismos poco transparentes nunca fueron convocados a subastas, y la última subasta relativamente cercana a la colocación no era lo suficientemente cercana para tener un buen indicador del precio del título. Con esto lo que queremos decir es que en varios de estos casos han sucedido cosas parecidas al caso de CEDEL: se otorgó un título altamente rentable sin haber convocado a una subasta y sin tener un precio de referencia reciente, tal como sucedió con las emisiones 463-E, 406-E y 411-I (CEDEL) según el Cuadro 2.

**CUADRO 1**  
**Rescate y Colocación de DPN Bajo Diferentes Mecanismos según Instrumento**

Emisión	Clase	Dcto.	Fecha de Vencimiento	% de Ref.	Monto de la Emisión (Mill. De Bs.)	Monto de la Emisión (Mill. De Bs.)	Monto Colocado			% Colocado		% del Tot. Coloc.		
							Este año	Subasta	Otro	Por Subasta	Por otro mecanismo	del Total Coloc.	del Total Sub.	% del Tot. Coloc. por otro mecanismo
5 D		1068	10/05/2003	86,74	185.536,71	230.557,96	45.021,25	1.000,00	44.021,25	2,22	97,78	2,23	0,20	2,88
416 G		606	28/12/2003	87,49	126.249,24	146.249,24	20.000,00	0,00	20.000,00	0,00	100,00	0,99	0,00	1,31
417 E		660	25/01/2003	88,14	1.500,00	197.937,00	196.437,00	196.437,00	0,00	100,00	0,00	9,73	39,87	0,00
430 G		761	02/04/2004	88,40	62.100,00	197.146,60	135.046,60	0,00	135.046,60	0,00	100,00	6,69	0,00	8,85
4 E		922	25/07/2003	88,61	244.288,28	264.113,97	19.825,69	1.900,00	17.925,69	9,58	90,42	0,98	0,39	1,17
422 E		790	16/04/2003	88,61	235.091,00	329.315,18	94.224,18	39.250,00	54.974,18	41,66	58,34	4,67	7,97	3,60
452 E		944	15/08/2003	88,61	245.600,00	286.740,91	41.140,91	11.000,00	30.140,91	26,74	73,26	2,04	2,23	1,97
2 E		996	04/10/2003	88,61	100.800,00	176.895,36	76.095,36	43.500,00	32.595,36	57,17	42,83	3,77	8,83	2,14
436 E		864	14/06/2003	88,61	156.320,00	204.910,98	48.590,98	40.500,00	8.090,98	83,35	16,65	2,41	8,22	0,53
463 E		1004	04/10/2003	88,61	9.055,00	18.683,83	9.628,83	0,00	9.628,83	0,00	100,00	0,48	0,00	0,63
5 E		1068	10/11/2003	88,61	258.782,57	474.224,29	215.441,72	67.231,00	148.210,72	31,21	68,79	10,67	13,65	9,71
2 F		996	04/04/2004	88,81	123.000,00	151.273,14	28.273,14	0,00	28.273,14	0,00	100,00	1,40	0,00	1,85
5 F		1068	10/05/2004	88,81	239.819,97	313.587,77	73.767,80	29.400,00	44.367,80	39,85	60,15	3,65	5,97	2,91
5 G		1068	10/11/2004	89,03	514.600,00	574.600,00	60.000,00	0,00	60.000,00	0,00	100,00	2,97	0,00	3,93
6 H		1102	01/06/2005	89,20	181.400,00	221.400,00	40.000,00	0,00	40.000,00	0,00	100,00	1,98	0,00	2,62
5 H		1068	10/05/2005	89,20	437.536,62	600.085,72	162.549,10	0,00	162.549,10	0,00	100,00	8,05	0,00	10,65
446 I		938	15/08/2005	89,45	139.400,00	231.202,95	91.802,95	0,00	91.802,95	0,00	100,00	4,55	0,00	6,02
406 E		659	25/01/2003	93,46	700	59.285,81	58.585,81	0,00	58.585,81	0,00	100,00	2,90	0,00	3,84
411 I		546	01/12/2004	95,60	10.416,00	312.886,00	302.470,00	62.470,00	240.000,00	20,65	79,35	14,98	12,68	15,73
511	22006	1611	10/02/2006		0,00	150.000,00	150.000,00	0,00	150.000,00	0,00	100,00	7,43	0,00	9,83
511	72005	1611	21/07/2005		0,00	150.000,00	150.000,00	0,00	150.000,00	0,00	100,00	7,43	0,00	9,83
<b>SubTotal</b>					<b>3.272.195,39</b>	<b>5.291.096,71</b>	<b>2.018.901,32</b>	<b>492.688,00</b>	<b>1.526.213,32</b>	<b>24,40</b>	<b>75,60</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
% de referencia promedio según mecanismo de colocación (1)							<b>90,01</b>	<b>89,32</b>	<b>90,29</b>					



**CUADRO 2**  
**CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS COLOCADOS PRIMORDIALMENTE MEDIANTE “OTROS” MECANISMOS**

<b>Emisión</b>	<b>AD = adjudicación directa</b>	<b>DP= Dación en Pago</b>
416-G % ref.: 87,49%	-Última vez que se colocó antes de la AD o DP: 14/06/01 -Última convocatoria a subastas antes de la AD o DP: no se había convocado antes de agosto. Se convocan entre el 28/08/02 y el 30/08/02, todas desiertas -Las primeras colocaciones mediante AD o DP sucedieron en Julio-2002, y no hubo convocatoria a subasta previa, por lo que el último precio de referencia que se tenía del mercado primario era del 14/06/01	
430-G % ref.: 88,40%	- Si se han realizado subastas entre el 04/07/02 y el 01/08/02 - Si había precio de referencia para hacer la AD o DP.	
463-E % ref.: 88,61%	-Última vez que se colocó antes de la AD o DP: 17/01/01 - Última convocatoria a subasta antes de la AD: 17/01/01 - La AD se llevo a cabo el 06/03/02 sin tener precio de referencia	
2-F % ref.: 88,81%	-Última vez que se colocó antes de la AD o DP: 01/11/00 - Última convocatoria a subasta antes de la AD o DP: 11/07/02 - Durante agosto no hubo convocatoria a subasta, por lo que la AD o DP llevada a cabo ese mes no tenía precio de referencia en el mercado primario.	
5-G % ref.: 89,03%	- Última vez que se colocó antes de la AD o DP: 31/01/02 - Última convocatoria a subasta antes de la AD o DP: 07/02/02 (desierta) - Durante Mayo no hubo convocatoria a subasta, por lo que la AD o DP llevada a cabo ese mes no tenía precio de referencia en el mercado primario.	
6-H % ref.: 89,20%	-Última vez que se colocó antes de la AD o DP: 14/02/01 - Última convocatoria a subasta antes de la AD o DP: 01/08/01 (desierta) - Durante Julio no hubo convocatoria a subasta, por lo que la AD o DP llevada a cabo ese mes no tenía precio de referencia en el mercado primario.	
5-H % ref.: 89,20%	-Última vez que se colocó antes de la AD o DP: 05/12/01 - Última convocatoria a subasta antes de la AD o DP: 06/12/01 (desierta) - Durante todo este año no se ha convocado a subasta, por lo que la AD o DP llevadas a cabo no han tenido precio de referencia en el mercado primario.	
446-I % ref.: 89,45%	-Última vez que se colocó antes de la AD o DP: 03/08/01 - Última convocatoria a subasta antes de la AD o DP: 03/08/01 - Durante todo este año no se ha convocado a subasta, por lo que la AD o DP llevadas a cabo no han tenido precio de referencia en el mercado primario.	
406-E % ref.: 93,46%	-Última vez que se colocó antes de la AD o DP: 07/02/00 - Última convocatoria a subasta antes de la AD o DP: 07/02/00 - Durante todo este año no se ha convocado a subasta, por lo que la AD llevada a cabo no tenía precio de referencia en el mercado primario.	
411-I % ref.: 95,6%	-Última vez que se colocó antes de la AD: 23/12/99 - Última convocatoria a subasta antes de la AD o DP: 23/12/99 - Durante todo este año no se había convocado a subasta antes de agosto, por lo que la AD llevada a cabo no tenía precio de referencia en el mercado primario.	

Del Cuadro 2 surge la incógnita de ¿cómo decide el Ministerio el precio que se fijará para cada transacción de dación en pago o de adjudicación directa si las operaciones las está realizando con títulos para los cuales no existe referencia reciente en el mercado primario?; ¿por qué el Ministerio no ha convocado a subastas para dichos títulos para tener dicha referencia?; ¿cómo se decide con cuál título realizar una operación de dación en pago?. Por último nos surge otra pregunta, si la ley establece que para las operaciones de canje de bonos y para el rescate de deuda antes de su vencimiento el Ejecutivo debe realizar una subasta, ¿por qué no ha aplicado ese mecanismo para las operaciones de dación en pago? ¿Quién decide a cuál contratista se le cancelará la deuda, con qué títulos, a qué



precios, etc.? ¿Con qué criterios lo hace?. Todos estos aspectos deben ser regulados por la Ley de Crédito Público que estamos sugiriendo.

#### **Conclusión 4:**

El informe de la Comisión continua con la siguiente afirmación (página 83):

En cuanto a la Adjudicación Directa realizada por el Ministerio de Finanzas a favor de la Casa de Bolsa CEDEL, la investigación concluyó que la misma se ajusta a lo establecido en el artículo 80 de la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP), la cual prevé que: "Una vez sancionada la Ley de Endeudamiento Anual, el Ejecutivo Nacional procederá a celebrar operaciones de crédito público en las mejores condiciones financieras que puedan obtenerse e informará periódicamente a la Asamblea Nacional."

#### **Observación OAEF a Conclusión 4:**

En el informe de la OAEF presentado en septiembre (páginas 42-53) se demostró el por qué la operación no sólo violó los principios contenidos en los artículos 2 y 80 de la LOAFSP (de legalidad, **eficiencia**, solvencia, **transparencia**, responsabilidad y equilibrio fiscal), sino que también violó los principios establecidos en los artículos 113 y 299 (**de libre competencia**) y 311 de la Constitución Nacional, así como los principios establecidos en el artículo 12 de la Ley Orgánica de la Administración Pública (economía, eficacia, objetividad, imparcialidad, honestidad, transparencia, racionalidad técnica y jurídica), y por último el artículo 5 del Decreto 1572.

De acuerdo a los artículos antes referidos 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 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 y viola el principio de libre competencia.

El Ministerio sí se extralimitó en sus funciones al equiparar la dación en pago con una adjudicación directa, ya que la Ley de endeudamiento sólo le permitía realizar adjudicaciones directas como consecuencia de una dación en pago y nunca la adjudicación directa del tipo realizado con CEDEL. De hecho, el artículo 9 de la Ley de endeudamiento de 2001, ley en que se basa la operación dice lo siguiente:

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.

Como vemos, la ley permitía la dación en pago, más no la adjudicación directa del tipo realizado con CEDEL. En este aspecto hay que tener muy claro que una dación en pago puede implicar 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, o un canje de bonos) 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.

Ahora bien el argumento que utilizan el Ministerio de Finanzas y la Casa de Bolsa CEDEL<sup>17</sup> 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

<sup>17</sup> Según Tal Cual del 15/08/2002 y el Nacional del 18/08/2002



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**. No obstante lo antes señalado, el informe aprobado por la Comisión de Contraloría no expone las razones por las cuales esa Comisión descarta o desecha lo expuesto por la denuncia y por la OAEF desde el punto de vista jurídico y económico.

En este sentido, el informe de la Comisión de Contraloría se limita a transcribir los extractos de las interpelaciones realizadas. Aunque el informe ha debido entrar a analizar y verificar la legalidad de la argumentación expuesta por los funcionarios interpelados, no lo hace, por el contrario, por el contenido de las conclusiones del informe, parece dar por válido absolutamente toda la argumentación expuesta por los funcionarios del Ejecutivo Nacional. Una referencia especial debe hacerse a lo que según el informe de la Comisión de Contraloría expuso el Ministro de Finanzas en su interpelación.

Al respecto, el Ministro Tobías Nóbrega señaló lo siguiente:

Las operaciones de colocación de títulos de la DPN se sustentan en las siguientes disposiciones legales:

I.- Ley Orgánica de Administración Financiera:

a) La LOAFSP en su artículo 77 contempla operaciones de crédito en las cuales la contraprestación que recibe el Estado está constituida por obras, servicios o adquisiciones, es decir, que la Ley permite alternativas distintas a la recepción de efectivo. Igualmente este artículo evidencia que la contraprestación puede ser recibida por el Estado durante un lapso, es decir, que no tiene que ser percibida en su totalidad de inmediato.

b) Según el artículo 78: “las operaciones de crédito público tendrán por objeto arbitrar recursos o fondos...” Arbitrar recursos implica un concepto más amplio que administrar fondos en efectivo. La Ley no se refiere al momento de hacer efectivos los recursos, lo importante es que se obtengan (se arbitren).

c) También establece el Art. 78 que el objeto de las operaciones debe ser: “...realizar inversiones reproductivas, atender casos de evidente necesidad o de conveniencia nacional ... y cubrir necesidades transitorias de tesorería.” El uso para gestión fiscal y servicio de deuda actual y prevista encuadra en los extremos legales.

a. La colocación del 26/07 se hizo evaluando las condiciones del mercado de acuerdo al art. 80 de la LOAFSP que establece la obligación del Ejecutivo de “buscar las mejores condiciones financieras que puedan obtenerse”

b. Por vía contraria, en las prohibiciones y limitaciones de la LOASP no se menciona la imposibilidad que el Estado reciba como resultado de una operación de crédito público una contraprestación sea recibida en momentos distintos. En tal sentido, la LOAFSP, en su artículo 83 establece que en ningún caso la Ley Especial de Endeudamiento anual y, por lo tanto, tampoco otra nómina rango sublegal podrá establecer prohibiciones adicionales a las prevé la LOAFSP

Ahora bien, la argumentación expuesta por el Ministerio de Finanzas es contraria a lo establecido en la propia Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público. En efecto, en primer lugar, la interpretación que hace el Ministro de Finanzas del artículo 77 de la referida Ley, es incorrecta. Así se desprende de la redacción de la citada norma, que establece lo siguiente:



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. (Subrayado nuestro)..

La referida norma debe ser interpretada conforme a lo establecido en el artículo 4 del Código Civil, según el cual “A la Ley debe atribuírsele el sentido que aparece evidente del significado propio de las palabras según la conexión entre sí y la intención del legislador”. En razón del referido principio de interpretación jurídica no corresponde al Ministerio darle a la ley un significado distinto del significado propio de las palabras según la conexión entre sí y la intención del legislador.

En el presente caso el Ministro de Finanzas sostiene que el citado artículo 77 de la LOAF contempla operaciones de crédito en las cuales la contraprestación que recibe el Estado está constituida por obras, servicios o adquisiciones, es decir, que la Ley permite alternativas distintas a la recepción de efectivo en las operaciones de crédito público. Igualmente, sostiene el Ministro que ese artículo evidencia que la contraprestación puede ser recibida por el Estado durante un lapso, es decir, que no tiene que ser percibida en su totalidad de inmediato.

No obstante, debe aclararse que cuando el referido artículo se refiere, en su numeral 3, a operaciones de crédito público que tienen por objeto 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, no está estableciendo en absoluto nuevas modalidades de contraprestación para el caso de emisión y colocación de títulos (numeral 1 del artículo 77) que permitan al Ejecutivo Nacional otra contraprestación distinta al efectivo. Tampoco establece la referida norma la posibilidad de que la contraprestación por los títulos de públicos sea recibida por el Ejecutivo Nacional a plazos.

En otras palabras, el Ministro de Finanzas le está dando al artículo 77 de una interpretación totalmente distinta a la que tiene, con el objeto de justificar la posibilidad de que la República reciba contraprestaciones distintas al efectivo en operaciones de colocación de títulos de la deuda pública y para además sostener que el pago o cumplimiento de esas contraprestaciones se pueden hacer a plazos.

En nuestra investigación también pudimos establecer que existen accionistas comunes en todas las instituciones financieras involucradas en la operación de adjudicación directa, así como con La Margarita (que participo en la segunda subasta) la cual está en un proceso de fusión con el Banco Canarias o con el Grupo asegurador BANCENTRO. El mismo Superintendente de Bancos confirmó en las interpelaciones que el Banco Canarias se estaba fusionando con La Margarita. De esta información hicimos un llamado a las autoridades competentes para que establecieran sí las instituciones constituían un **grupo financiero**, o en su defecto un **grupo vinculado o afiliado**, ya que la OAEF no pudo determinarlo en base a la información pública disponible, pero que



de ser cierto, la operación de adjudicación directa podría incluso haber violado el precepto constitucional de la libre competencia, así como la Ley de Pro-Competencia. El informe de la Comisión no hace ninguna referencia a este elemento primordial en la investigación.

### **Conclusión 3:**

La conclusión No. 3 del informe de la Comisión dice lo siguiente (páginas 81-82):

Sobre la actuación del Banco Central de Venezuela (BCV) esta Comisión determinó que se enmarcó dentro de los lineamientos del Art. 86 de la LOAF, el cual reza:

"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 prevén 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 la 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."

Estas facultades fueron ejercidas correctamente desde que el BCV emitió opinión favorable en fecha 9 de octubre de 2001, como dictaminó el escritorio Ruden, McClosky, Smith, Shuster & Russell, S.C. Por otra parte, es necesario hacer notar que se aprecia exceso por parte del BCV en la calificación de los Bancos Canarias de Venezuela C.A. y C.A. Central Banco Universal, debido a que la facultad que le otorga la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP) es la de emitir opinión sobre las condiciones financieras de la operación, en tanto que corresponde a SUDEBAN la evaluación de la situación financiera de los intermediarios crediticios.

### **Observación OAEF a Conclusión 3:**

Es necesario aclarar que el Banco Central debe participar en varias etapas de ejecución de las operaciones de crédito público. Una primera etapa es en la elaboración de la Ley de Presupuesto y la Ley de Endeudamiento, tal como lo señala la Ley Orgánica de la Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP) en el artículo señalado por la Comisión:

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 continuarla tramitación de las operaciones consultadas.

Se puede ver claramente de este artículo que el primer aparte se refiere a la Ley de Endeudamiento. Es decir que el BCV se deberá pronunciar acerca del monto total de endeudamiento previsto en la Ley de Presupuesto y la Ley de Endeudamiento, así como acerca de sus efectos fiscales y macroeconómicos. En esta primera etapa es



cuando la Asamblea Nacional le otorga **la autorización** al Ejecutivo Nacional para que se endeude por un monto máximo, una vez oída la opinión del BCV.

Una segunda etapa está estipulada en el segundo aparte del artículo 86, la cual consiste en que el BCV deberá ser consultado acerca del impacto monetario y las condiciones financieras de **cada operación de crédito público**, es decir de cada operación que se efectuará con base a los lineamientos estipulados en la Ley de Endeudamiento. Para entender el alcance de este segundo aparte es necesario entender en qué consiste cada operación de crédito público, para lo cual la referencia legal se encuentra en la misma LOAFSP, en su artículo 77, el cual dice lo siguiente:

**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.

Por lo tanto, del artículo 77 numeral 1 se deriva que el BCV debe ser consultado por el Ejecutivo acerca del impacto monetario y las condiciones financieras antes de hacer cada emisión de títulos públicos, y luego debe ser consultado nuevamente antes de realizar cada colocación de los mismos. De la LOAFSP se deriva que verdaderamente hay tres etapas en la que participa el BCV: en la Ley de Endeudamiento, en la emisión de los títulos, y en la colocación final de los mismos. No obstante lo dicho anteriormente, el Ministro hizo una interpretación errónea de la LOAFSP y claramente contraria a lo contenido en los artículos 86 y 77 (numeral 1) durante la interpelación que le hiciera la Comisión cuando afirmó lo siguiente (lámina 32):

La colocación posterior de los **bonos no constituye una operación de crédito público** y es facultad exclusiva del MF según los artículos 4, 5, 9 y 10 de la Ley de Endeudamiento de año 2001 y los artículos 1 y 2 del Decreto 1572.

A los fines de que la Comisión pueda comprender el alcance de dicha afirmación es necesario que se entienda la diferencia conceptual entre la emisión de títulos públicos y la colocación de los mismos. La emisión consiste en la elaboración del Decreto que dará sustento a la colocación y que deberá estar basado en los lineamientos específicos establecidos en la Ley de Endeudamiento. En los decretos de emisión se especifica entre otras cosas, los siguientes aspectos: para que serán utilizados los fondos obtenidos mediante dichos títulos; el monto máximo para dicha finalidad; como deberán ser colocados los títulos en el mercado (subasta, dación en pago, “*adjudicación directa*”, canje de bonos); que recibirá la República en contraprestación por los títulos; como serán colocados (al valor par, a descuento o con prima); si serán libremente negociables y al portador o si por el contrario serán nominativos; tasa de interés marcadora (TAM o letras del tesoro), porcentaje de referencia que devengarán sobre la TAM (o puntos básicos sobre la tasa de las letras) y cuando serán depositados los intereses; fechas de vencimiento; etc.



La colocación consiste en el proceso mediante el cual el Ministerio de Finanzas ofrece y dispone los títulos en el mercado, y es en ese momento donde se determina su precio, dadas unas condiciones de tasa de interés y de vencimiento del mismo, así como las condiciones de liquidez, tipo de cambio, inflación, y otras variables macroeconómicas del mercado. Es en el momento de la colocación de los títulos públicos cuando se materializa el endeudamiento, es decir cuando la República genera formalmente una deuda previamente autorizada por el decreto de emisión, y es a su vez en ese momento cuando se adquiere los recursos financieros que serán utilizados para los fines contemplados en el decreto de emisión<sup>18</sup>.

El BCV debe pronunciarse en cada colocación puesto que las condiciones del mercado varían constantemente, por lo que es responsabilidad del MF y del BCV resguardar que el precio que recibirá la República (y por lo tanto los recursos) por los títulos colocados esté acorde con los intereses nacionales y con los costos que implicará la deuda que se generará mediante dicha colocación.

Los precios de los títulos se modificarán de acuerdo a las condiciones macroeconómicas, por lo que es necesario un monitoreo constante de las mismas, para lo cual el BCV es el órgano autónomo e “*independiente*” del Ministerio con mayor capacidad para hacerlo. El BCV funciona en este caso como un órgano de control previo, el cual advierte la conveniencia o no de las colocaciones y de los términos financieros que las mismas envuelven. Sin embargo, al elaborar la LOAFSP se cometió el error de no hacer esa opinión vinculante, razón por la cual se pueden dar colocaciones que a todas luces son inconvenientes para la República, como la operación objeto de este informe.

Ahora bien, el informe presentado por el Ministerio, en la página 32 dice lo siguiente:

De acuerdo con la documentación estudiada, los DPN canjeados habían sido emitidos con arreglo a la ley autorizatoria correspondiente (Ley de Endeudamiento para el año 2001, citada arriba), la autorización del Consejo de Ministros del 3 de noviembre de 2001, el Decreto de emisión No. 1.572 y, además, se llevó a cabo la emisión, con la opinión favorable del Banco Central de Venezuela de fecha 9 de octubre de 2001.

Realizada la emisión según los preceptos esbozados, corresponde al Ejecutivo, por medio del Ministerio de Finanzas, llevar adelante la colocación ajustándose a los mandatos y potestades contenidos en esos preceptos. Así pues, la operación primaria de venta parcial y canje de los bonos en los términos en que se condujo con “Cedel, Casa de Bolsa” constituye la ejecución de las operaciones de crédito público, en ejercicio de las potestades conferidas por los cuerpos normativos antes citados, pues la operación de crédito en sí, es decir, la emisión de los títulos, ya se había producido y se encontraba debidamente autorizada.

Es decir entonces que el BCV dio su opinión favorable en la etapa de la Ley de Endeudamiento, en la etapa de la emisión del Decreto, pero que en la etapa de colocación manifestó su opinión totalmente contraria a la operación, según se pudo desprender de la interpelación realizada al Presidente del BCV, así como de las informaciones que se han hecho públicas por prensa nacional. De hecho la denuncia del Grupo Solidaridad decía lo siguiente:

---

<sup>18</sup> Para hacer mas clara la exposición puede pensarse en un sentido coloquial que la emisión es la extensión de una línea de crédito por parte la Compañía de tarjeta de crédito, mientras que la colocación se materializa en el momento en que la tarjeta se usa para adquirir bienes y servicios.



De acuerdo con informaciones de prensa y con consultas que hemos realizado, tenemos conocimiento de que la operación de adjudicación directa realizada por el Ministerio de Finanzas fue cuestionada por el Banco Central de Venezuela en su carácter de asesor financiero de la República, por razones de forma y fondo. Según tenemos entendido, la operación fue instruida por el Ministerio de Finanzas el 26-07-2002 para ser ejecutada ese mismo día, en un lapso no acostumbrado, como en efecto se hizo. Ello dio lugar a dos comunicaciones del Banco Central de Venezuela, una dirigida al Ministro de Finanzas, Tobías Nóbrega Suárez, de fecha 30-07-2002, firmada por el Presidente del BCV, y otra dirigida al Viceministro de Gestión Financiera del mismo despacho, Jesús Bermúdez, firmada por el Vicepresidente de Operaciones Nacionales del BCV, Maximir Álvarez, de fecha 30-07-2002. Entre los argumentos esgrimidos por el Dr. Álvarez (ver anexo, diario Tal Cual, del 13-08-2002) que fundamenta la inconveniencia financiera de la operación, están los siguientes:

- 1)"Se emiten bonos pero se reciben mayoritariamente certificados de depósitos (CD) con lo cual el Fisco no recibe fondos para su uso en inversiones públicas o para la gestión fiscal".
- 2)"Debido a la ausencia de colocaciones mediante subasta pública a plazos cercanos al de la emisión, no hay referencia para el precio al cual se están adjudicando los bonos".
- 3)"Las tasas de interés de los certificados de depósitos resultan muy inferiores al rendimiento efectivo de los bonos emitidos, toda vez que las tasas de interés de los primeros oscilan entre 28% y 30%, mientras los bonos devengan un cupón nominal hasta el 01 de septiembre de 2002 de 36,2%, tasa que al ser corregida por el precio de adjudicación, resulta en un rendimiento efectivo de 46,56%. Por esta razón, el costo financiero de la operación resulta superior a las condiciones inherentes a los bonos adjudicados".
- 4)"No hay proporcionalidad entre los certificados de depósito que está recibiendo la República y la talla de las entidades financieras emisoras de dichos depósitos. Si bien la entidad de ahorro y préstamo La Margarita se excluyó de la operación luego de la conversación del día viernes 26 de julio, el desequilibrio persiste, en menor grado, con los otros dos bancos participantes (Banco Canarias y Central Banco Universal). Esto se evidencia al compararse el monto de los certificados de depósito que cada banco emite con la operación con el volumen de depósitos totales de cada banco al cierre del mes de junio. En ambos casos el porcentaje alcanza al 24%, con lo cual la República se convierte en el principal depositante de ambos bancos. Esto representa un riesgo de liquidez significativo por cuanto ambos bancos tendrán que erogar sumas considerables al vencimiento de los depósitos en 60, 90 y 120 días, cuando los activos recibidos tienen vencimiento a fines de 2004".
- 5)"En esta operación, sin que mediase un mecanismo idóneo para preservar la transparencia, la República transformó deuda con riesgo soberano en deuda con riesgo privado, sin que ello se reflejase en los precios de los instrumentos, sin generar efectivo para el Fisco de inmediato y sin una clara aplicación a los fines establecidos en la ley".

Corroborando los señalamientos antes indicados, el director del BCV, Armando León, en declaraciones de prensa recogidas por el Diario Reporte, página de portada y pág. 3, de fecha 13-08-2002 (ver anexo), afirmó: "El BCV le hizo objeciones de forma y de fondo a la adjudicación de bonos de la deuda pública realizada por el Ministerio de Finanzas, pues la modalidad generó muchísima inquietud. Este tipo de operaciones no son convenientes para un mercado en el cual se está construyendo la confianza en la deuda pública".

En el informe que presentó la OAEF en el mes de Septiembre se evaluó, corroboró y apoyó la opinión del BCV en cuanto a los aspectos negativos de esta operación desde el punto de vista de las finanzas públicas, así



como se establecieron las violaciones legales en que la misma había incurrido. Sin embargo, el informe de la Comisión optó por hacer total omisión de las mismas así como minimizar las del BCV, e incluso argumentar de excesiva la evaluación de las entidades envueltas en la transacción realizada por dicho ente, dándole un mayor peso a la opinión de La Superintendencia de Bancos y a la opinión legal de Firma de Abogados Ruden, McClosky, Smith, Shuster & Russell, S.C.

Efectivamente, el informe de la Comisión de Contraloría al hacer referencia a la actuación del Banco Central de Venezuela (BCV) a la luz de lo establecido en el artículo 86 de la LOAF, señaló que el BCV ejerció correctamente sus facultades al “emitir opinión favorable sobre la operación” en fecha 9 de octubre de 2001. Para ello el informe se fundamentó en un dictamen de la Firma de Abogados Ruden, McClosky, Smith, Shuster & Russell, S.C. Ahora bien, el Informe de la Comisión de Contraloría no expone ni analiza los argumentos del BCV para haber “emitido opinión favorable sobre la operación”, simplemente se limita a remitirse al dictamen elaborado por dicha Firma de abogados. No obstante, el Informe de la Comisión de Contraloría no analiza los argumentos de orden económico expuestos por el BCV para emitir dicha opinión.

El Informe de la Comisión asume que la opinión favorable emitida por el BCV el día 9 de octubre de 2001 se refiere a la colocación, cuando en realidad dicha opinión estaba versada sobre la emisión del decreto 1572. Es imposible que el BCV se pronunciara favorablemente el 09/10/01 por una transacción que se llevaría a cabo el 26/07/02. **Incluso aunque el BCV haya emitido opinión favorable sobre dicho decreto, la transacción no siguió exactamente los lineamientos del mismo, tal como lo expusimos en el informe presentado en Septiembre, lo cual se traduce en su violación** (volveremos a este punto mas adelante).

Pero, además, el Informe de la Comisión de Contraloría no expuso las razones por las cuales se fundamentó en un dictamen emanado de una firma de abogados, señalando asimismo las razones que mediaron para la solicitud de ese dictamen, quién lo solicitó, cuál fue el procedimiento para la selección de ese experto, **cómo garantizó la Comisión que dicha firma era autónoma e imparcial en el caso** y que no tenía ningún tipo de relación con el Ministerio o con las entidades financieras (o su Junta Directiva) que pudiera debilitar dicha imparcialidad. De igual manera, el Informe de la Comisión no entra a discutir el análisis expuesto por el experto en su dictamen. Lo anterior cobra especial relevancia cuando el Informe de la Comisión de Contraloría no hace referencia ni tomó en cuenta, en lo absoluto, lo expuesto en el Informe emanado de la OAEF, en el cual se realizó un análisis desde el punto de vista económico, financiero y legal de la operación.

En este sentido debe resaltarse que la Comisión de Contraloría no discutió y analizó el peso de los argumentos presentados en el Informe de la firma de abogados en relación con aquellos presentados por la OAEF antes de otorgarle al primero mayor relevancia y valor probatorio que al informe dictado por la OAEF, puesto que es ésta Oficina el órgano de la Asamblea Nacional encargado de asesorar a las Comisiones de la Asamblea en asuntos en materia fiscal, económica y financiera y de dictaminar en esos asuntos conforme lo establece su Reglamento. Por tal motivo el dictamen de la Firma Ruden, McClosky, Smith, Shuster & Russell, S.C., adolece de eficacia probatoria y el Informe de la Comisión de Contraloría al fundamentarse en dicho dictamen y al omitir cualquier análisis o referencia de los argumentos expuestos por esta Oficina sobre el análisis económico de las operaciones investigadas, incurre en una incorrecta valoración de las pruebas o elementos presentados durante la investigación y en una omisión o silencio de pruebas y elementos relevantes, problemas que afectan la validez y eficacia del Informe de Comisión.





Por otro lado, el informe de la Comisión no tomó en cuenta ciertos elementos importantes al determinar que el BCV cometió una extralimitación de funciones al calificar la solidez financiera de los bancos envueltos en las operaciones, por considerar que dicha función le corresponde a la Superintendencia de Bancos:

- 1- La Ley Orgánica de Administración Financiera (LOAFSP) es muy clara en cuanto a que el BCV debe participar de manera continua en la toma de decisiones en materia de crédito público, manifestándose dicha participación en la emisión de opiniones sobre el impacto monetario y las condiciones financieras de las operaciones de crédito público.
- 2- La LOAFSP en ningún momento hace mención a la participación de la Superintendencia de Bancos en la evaluación de las condiciones financieras de las operaciones.
- 3- Por lo atípico de la operación, el BCV se vio obligado a hacer una evaluación integral de la operación, así como una evaluación imparcial y autónoma de la solidez de las instituciones envueltas.
- 4- Al estar la Superintendencia adscrita al Ministerio de Finanzas difícilmente se puede decir que la opinión del Superintendente es totalmente imparcial y autónoma, y más cuando su opinión contrasta con los hechos.
- 5- Aunque al BCV no le corresponde la evaluación de la solidez financiera de los bancos por ley, debido a las operaciones que realiza y a su constante contacto con las entidades financieras nacionales el BCV debe estar al tanto de cuáles instituciones financieras están teniendo problemas de liquidez, cuáles no están cumpliendo con el encaje legal, cuáles están solicitando asistencia por parte del BCV, etc., razones suficientes como para determinar que el BCV debió haber emitido una opinión con cierta fundamentación económica real, y con conocimiento de la causa cuando se opuso a la operación. A este punto volveremos más adelante cuando evaluemos a las instituciones financieras.

### **Conclusión 9:**

El informe de la Comisión afirma lo siguiente (página 88):

Sobre el riesgo financiero de la operación, en cuanto hace a la capacidad de pago de los adquirentes, luego de realizar un extenso análisis de las instituciones financieras adquirentes de los DPN y emisoras de los CD, la Comisión resolvió apoyarse en el análisis efectuado por la Superintendencia de Bancos en el ejercicio de su competencia. En efecto, SUDEBAN actuó apegada a su esencia y naturaleza a tenor de lo pautado en el artículo 213 de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, el cual reza: " La inspección, supervisión, vigilancia, regulación y control de los bancos, entidades de ahorro y préstamo, otras instituciones financieras.....". A los fines mencionados, SUDEBAN mediante comunicación N° SBIF-SB-6263 remitida al Ministro de Finanzas, expresó:

"En ese sentido, le ratifico que el Banco Canarias de Venezuela, C.A. y C.A. Central Banco Universal, tienen capacidad de inversión para llevar a cabo tales operaciones."



Se presenta el siguiente cuadro demostrativo relativo a los depósitos totales de las instituciones financieras Banco Canarias de Venezuela, C.A. y C.A. Central Banco Universal:

**En millones de Bolívars**

Bancos	Depósitos a 60 días	Depósitos de 91 y 180 días	Total	Total Depósitos Balance 30/7/2002
Canarias	5.428	616	6.044	331.126
Central	3.940	1.486	5.426	282.994
Total	9.368	2.102	11.470	614.119

Acerca de la operación realizada con el Banco Canarias de Venezuela C.A. y C.A. Central Banco Universal, el Ministro de Planificación, Felipe Pérez, expresó: "Solamente podemos hacer notar que la fortaleza financiera de Bancos Canarias y Central es menor a la fortaleza de otros Bancos. Sin embargo el monto de la operación, medida como proporción contra sus activos totales, está en el promedio de todos los bancos e inclusive por debajo de bancos mucho mayores..".

**Observación OAEF a Conclusión 9:**

Otra vez, la OAEF discrepa con la conclusión establecida en el informe de la Comisión, y reitera que en el informe presentado en el mes de Septiembre se hizo un análisis profundo de las instituciones envueltas en las operaciones, y encontró signos que apoyan las dudas expresadas por el BCV.

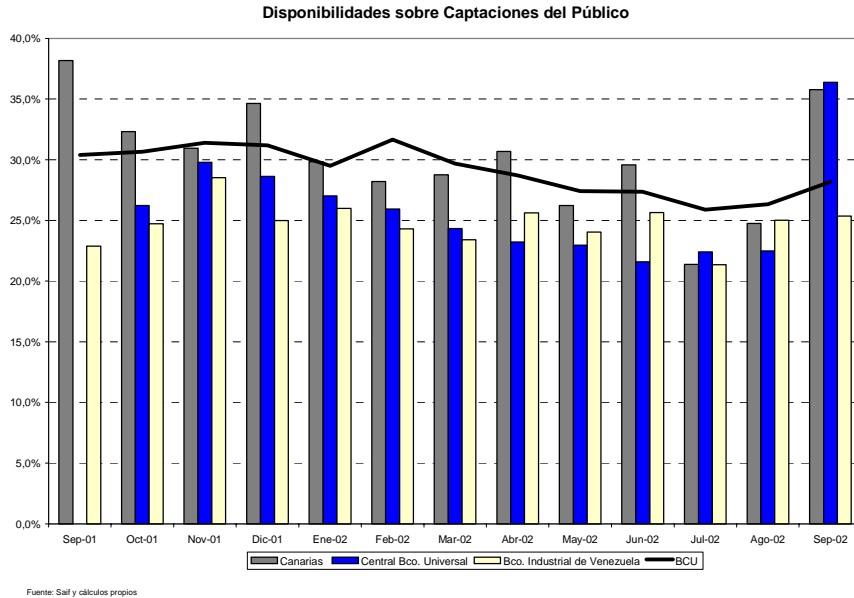
El informe de la Comisión da por sentado que las declaraciones de la Superintendencia son ciertas, y no hace ninguna argumentación económica acerca del por qué, sólo a partir de un cuadro que muestra el total de los depósitos de los bancos uno podría inferir la solidez financiera de las instituciones, si dicho cuadro sólo está mostrando una de las partidas del pasivo, pero no establece ninguna relación con los activos de los bancos ni con su patrimonio. Difícilmente podría evaluarse la solidez de los bancos sólo a partir del tamaño de los pasivos. Para dar una opinión verdaderamente técnica y autónoma, la SUDEBAN ha debido pronunciarse acerca de aspectos tales como: la liquidez, nivel de reservas excedentarias en relación al encaje legal requerido, niveles de morosidad y monto de provisiones por cartera de créditos, composición de los activos, composición de los títulos valores, estructura de las captaciones totales, solvencia patrimonial, cobertura patrimonial, sólo para nombrar algunos.

**a.- Liquidez:** El Gráfico 1 muestra el comportamiento que han tenido los índices de liquidez para cada uno de los bancos. Para finales del tercer trimestre de 2002, el Banco Canarias y Central Banco Universal presentaron un sostenido incremento en los niveles de liquidez, medido por la razón disponibilidades<sup>19</sup> entre las captaciones del público (depósitos). En Central Banco Universal este indicador pasó de 21,6% al cierre de junio a 36,4% al cierre de septiembre, por su parte el Banco Canarias registró un aumento desde 29,6% a 35,8% durante el mismo período. Estos ratios muestran la proporción de las captaciones del público que el banco mantiene de forma líquida para hacer frente a sus operaciones normales y/o retiros inesperados por parte del público.

<sup>19</sup> La cuenta disponibilidades registra los activos que por su alta liquidez son de disponibilidad inmediata (el efectivo, depósitos a la vista en el BCV, en otras instituciones financieras del país y del exterior, etc.).

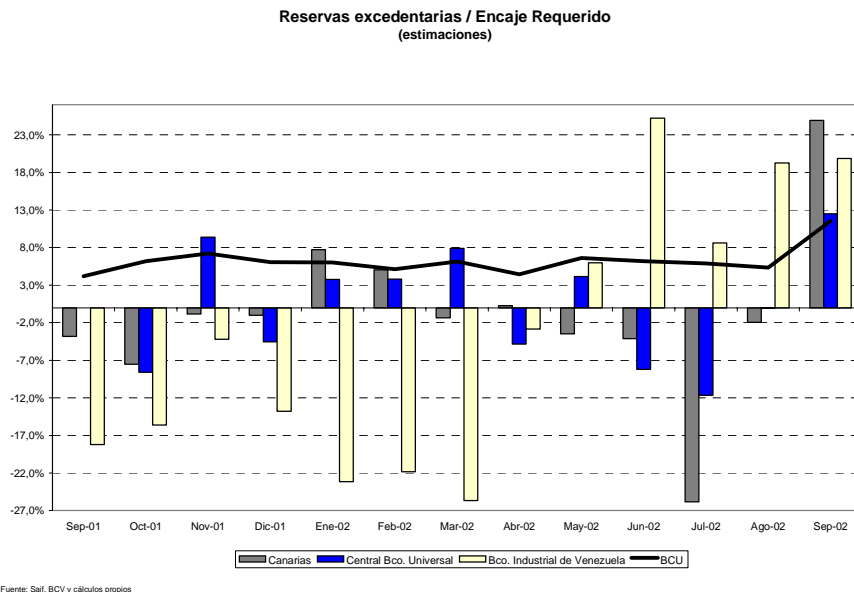


**Gráfico 1**



Como se puede observar, efectivamente el Central Banco Universal venía experimentando disminuciones en el índice de liquidez, y en un menor grado en Banco Canarias durante el periodo Sep-01/ Sep-02. Ambos bancos tendieron a tener índices por debajo del promedio de toda la Banca Comercial y Universal (BCU), por lo que se corrobora uno de los aspectos mencionados por los funcionarios del BCV. Se observa igualmente que dichos índices mejoraron a partir de la adjudicación directa de bonos.

**Gráfico 2**



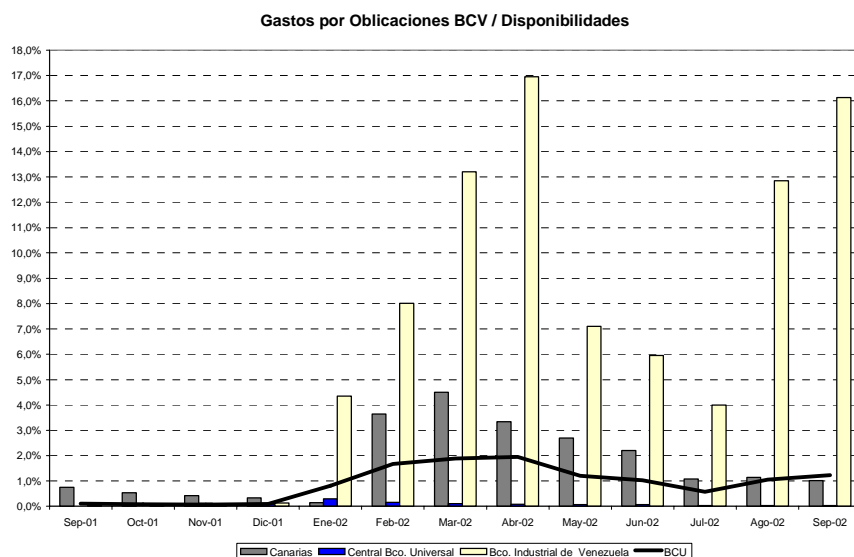


Estos mayores niveles de liquidez también se observaron en el incremento de las reservas excedentarias (reservas mantenidas en exceso sobre el encaje legal ver Gráfico 2) de cada institución durante la segunda mitad del tercer trimestre de 2002. Las estimaciones realizadas de las reservas excedentarias como proporción del encaje requerido mostró un fuerte incremento durante los meses de agosto y septiembre de 2002, en amplio contraste a la situación registrada en los meses de junio y julio de 2002. Esta estimación fue realizada con la información disponible contenida en los balances de publicación de dichas instituciones<sup>20</sup>.

Dichas estimaciones arrojaron que los bancos Canarias y Central mantuvieron un nivel de reservas excedentarias negativas como proporción de los requerimientos de encaje (ver Gráfico 2) -en los meses de junio y julio- este resultado sugiere que estas dos instituciones mantuvieron un nivel de encaje menor al requerido durante dichos meses. Sin embargo, en los meses posteriores a la adjudicación estas instituciones mostraron una recuperación de los montos de las reservas excedentarias, lo que se traduce en el incremento de los niveles de liquidez de estos bancos. Aquí, hay otro elemento que fortalece la posición del BCV.

Otro indicador de problemas de liquidez lo obtenemos a partir de los “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 BCV” y la cuenta “Disponibilidades”. 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 3



Fuente: Saif y cálculos propios

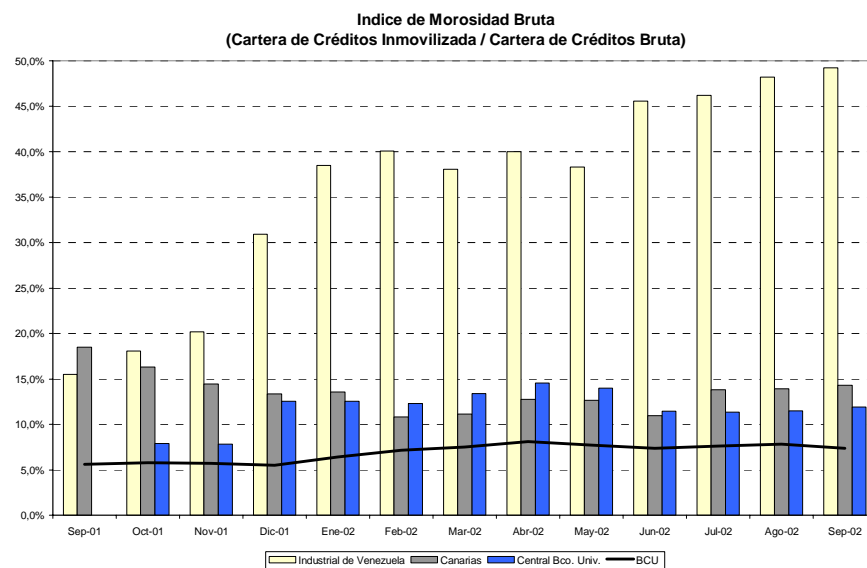
<sup>20</sup> Para más detalles sobre dicha estimación ver: OAEF, “Informe sobre los Aspectos Financieros, Económicos y Legales de la Adjudicación Directa de Bonos de la Deuda Pública Nacional realizada el día 26 de julio de 2002.



Los resultados de este índice muestran que el banco Canarias ha venido presentando niveles de gasto por comisiones e intereses -derivadas de sus obligaciones con el BCV- mayor al promedio de la Banca Universal y Comercial (BCU). 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 3). Esto, sugiere que el Banco Canarias presentó menores niveles de liquidez que el promedio del sistema financiero durante los meses comprendidos entre febrero 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. Otra vez, con este indicador encontramos soporte a problemas de liquidez por parte del Banco Canarias antes de efectuarse la operación de adjudicación directa.

**b.- Calidad de los Activos:** Para determinar la calidad de los activos de los Bancos Canarias y Central Banco Universal es fundamental considerar los niveles de morosidad y el monto de las provisiones por cartera de créditos, la cual constituye -en condiciones normales- el principal y 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 (créditos vencidos<sup>21</sup> y en litigio<sup>22</sup>).

**Gráfico 4**



En el Gráfico 4 se puede apreciar que tanto el Banco Canarias como el Central Banco Universal han venido experimentando niveles de morosidad superiores a los del promedio del sistema bancario, el cual se ubica para el mes de septiembre en 7,4%. Se puede observar que el Banco Canarias tiene un índice de morosidad de 14,3% y en menor cuantía el Central Banco Universal con 11,9% los cuales son superiores a los registrados por otras instituciones bancarias de similar tamaño. Esto representa un mayor nivel de riesgo y costos para estas

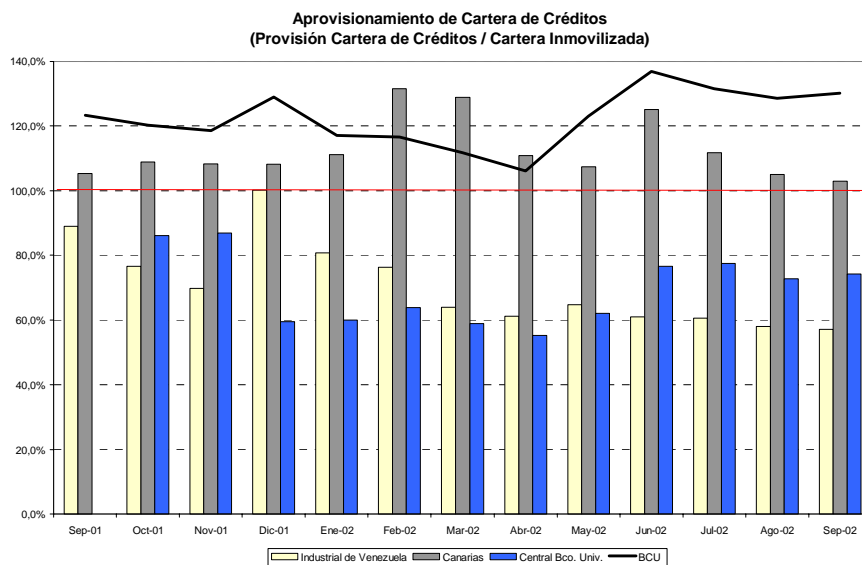
<sup>21</sup> Los créditos vencidos son aquellos que presentan un atraso en sus pagos de por lo menos 30 días continuos desde el momento en el que debieron ser realizados.

<sup>22</sup> Los créditos en litigio son aquellos que se encuentran en proceso de cobro por la vía judicial.



instituciones debido a la imposibilidad o dificultad de recuperar oportunamente el capital de los créditos otorgados por las entidades bancarias y la necesidad de constituir provisiones adicionales para cubrir dichos créditos.

**Gráfico 5**



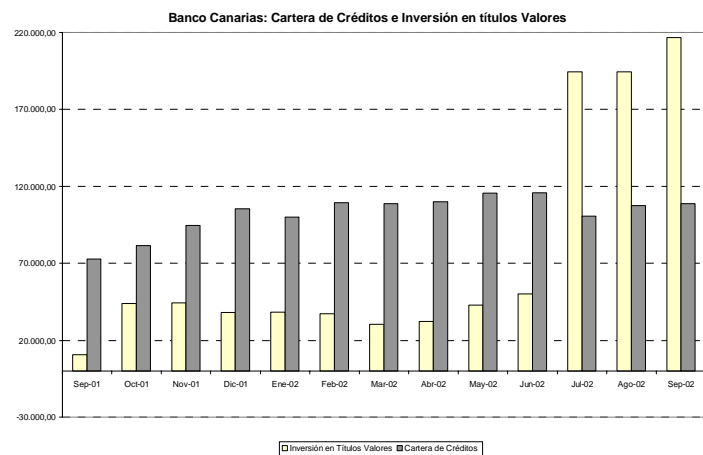
Fuente: Saif

Por otro lado, Central Banco Universal ha venido presentando un nivel de aprovisionamiento consistentemente menor al 100%, lo que representa que el monto de sus provisiones es menor al monto de su cartera inmovilizada, en pocas palabras, las provisiones por cartera de créditos constituidas no cubren la totalidad de los créditos con problemas. Esta situación incrementa el riesgo y la vulnerabilidad patrimonial de la institución ante pérdidas en la cartera de créditos, las cuales tendrían que ser cubiertas con el patrimonio de la institución. Mientras tanto, Banco Canarias ha venido presentando un nivel de aprovisionamiento ligeramente superior al 100%, pero ha tendido a decrecer en los últimos 4 meses. Ambas instituciones han tendido a tener provisiones por debajo al promedio del sistema, lo cual representa un nivel moderado de riesgo.

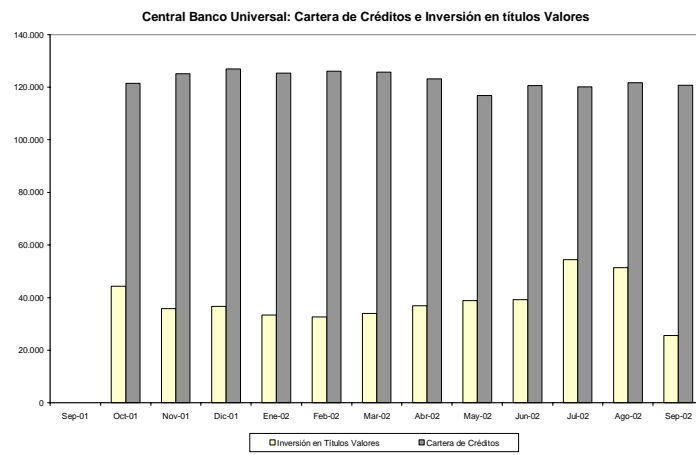
**c.- Composición de los Activos:** La composición de los activos del Banco Canarias se caracterizó por poseer -a partir del mes de julio- un mayor monto destinado a las inversiones en títulos valores en comparación con el monto de su cartera de créditos (ver Gráfico 6). Al cierre de septiembre de 2002, la inversión en títulos valores se ubicó en Bs. 216.698 millones (44,3% del activo total) experimentando un incremento de 332,8% con respecto al mes de junio de 2002, en contraste con la caída de 6,3% que registró la cartera de créditos durante ese período, la cual se ubicó en Bs. 108.636 millones (22,2% del activo total) en el mes de septiembre de 2002. Para el cierre de dicho mes la inversión en títulos valores (principalmente bonos públicos) representó casi dos veces el monto de la cartera de créditos, lo cual se traduce en una alta exposición a riesgos de naturaleza política, alta dependencia de los títulos públicos y el desplazamiento del crédito bancario del sector privado al sector público.



Gráfico 6



Fuente: Saif



Fuente: Saif

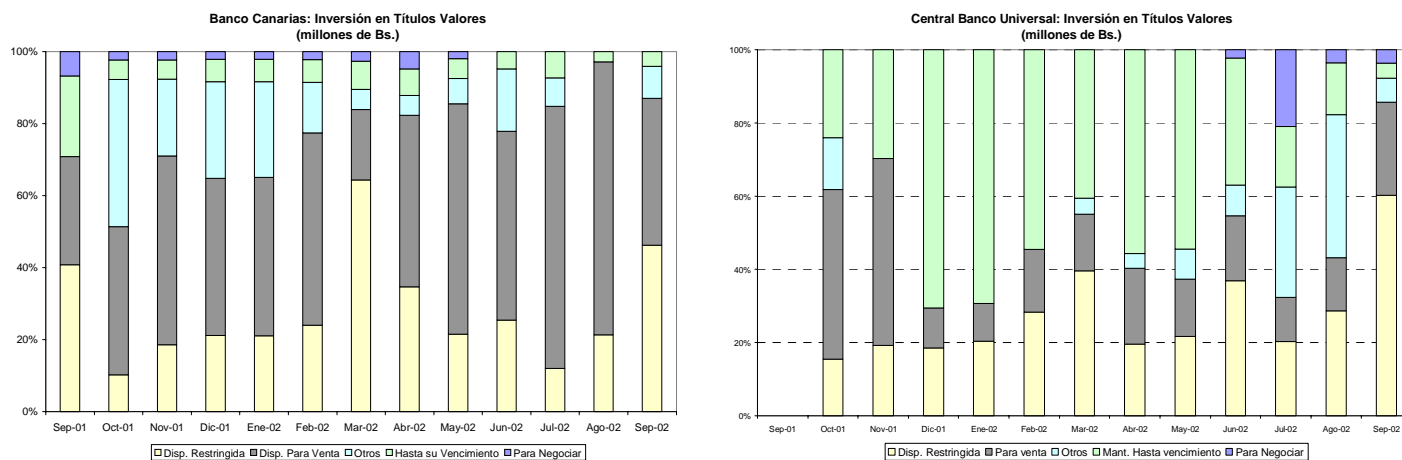
Por su parte, la cartera de créditos de Central Banco Universal alcanzó Bs. 120.679 millones (44,5% del activo total) al cierre de septiembre de 2002, lo que representó un crecimiento marginal de 0,1% con respecto al cierre del segundo trimestre. En cuanto a la inversión en títulos valores, la cual había registrado un incremento de 39% entre los meses de junio y julio -presumiblemente debido a la participación de Central Banco Universal en la adjudicación directa- se ubicó en Bs. 25.591 millones al cierre de septiembre de 2002, representando el 9,4% del activo total. Esto representó una disminución en la inversión en valores de 50,2% con respecto al mes de agosto y de 34,7% si se compara con el cierre del segundo trimestre (ver Gráfico 6).

**d.- Composición de la Inversiones en Títulos Valores:** La clasificación de la inversión en títulos valores del Banco Canarias presentó cambios durante el tercer trimestre de 2002, uno de los más relevantes fue la reducción de 39,9% en el saldo de sub-cuenta “Inversiones en títulos valores disponibles para la venta” para el mes de septiembre con respecto al mes de agosto de 2002 (ver Gráfico 7). En dicha cuenta se registran los títulos de deuda y de capital que la gerencia no tiene la intención de mantener hasta su vencimiento. Simultáneamente, la sub-cuenta “Inversiones de disponibilidad restringida” presentó un incremento de 140,7% durante el mismo período. 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, operaciones que pueden ser llevadas a cabo con el BCV o con otras instituciones financieras.

Este comportamiento sugiere que esta institución incrementó sus inversiones en títulos de disponibilidad restringida y/o reclasificó parte de los títulos disponibles para la venta como inversiones en títulos valores restringidas de forma a incrementar las operaciones de venta con pacto de recompra con el BCV, con otras instituciones financieras y/o la cesión de los mismos como garantía de anticipos, etc., posiblemente para solventar problemas de liquidez.



Gráfico 7



Fuente: Saif

Fuente: Saif

Por su parte, Central Banco Universal presentó una fuerte disminución de sus inversiones en títulos valores principalmente por la caída de las sub-cuentas “Inversión en otros títulos valores”<sup>23</sup>, “Inversiones en valores para negociar”<sup>24</sup> e “Inversiones en títulos valores mantenidos hasta su vencimiento”<sup>25</sup> (ver Gráfico 7). Estas disminuciones en las sub-cuentas antes señaladas permiten conjeturar que Central Banco Universal estaría cediendo derechos de participación sobre estos títulos públicos a terceros (inversiones cedidas) de forma a incrementar las captaciones de recursos del público, debido a que este tipo de captación no genera la obligación de constituir encaje legal. Esto es consistente con el comportamiento de las inversiones cedidas, las cuales alcanzaron Bs. 73.006 millones en el mes de septiembre de 2002 representando un incremento de 21,5% y 578,7% con respecto al mes de agosto y junio, respectivamente.

**e.- Las captaciones del público:** Por el lado del pasivo, las captaciones del Banco Canarias presentaron un incremento a comienzos del tercer trimestre de 2002, producto del incremento las captaciones de los entes oficiales. Este incremento se originó muy probablemente en la operación de adjudicación directa de bonos DPN realizada por el Ministerio de Finanzas en julio de 2002, la cual fue cancelada en parte con certificados de depósito de esta institución. Las captaciones totales del Banco Canarias pasaron desde Bs. 26.702 millones al cierre de junio a Bs. 100.595 millones al cierre de septiembre de 2002 (ver Gráfico 8) lo que representó un aumento de 276,7%, crecimiento impulsado principalmente por depósitos de los entes oficiales, los cuales pasaron a representar el 29,8% del total de las captaciones totales, o dicho de otro modo, por cada 100 Bs. depositados por el sector privado, los organismos oficiales tienen 42,45 Bs. depositados en el Canarias. Se observa entonces que el Banco Canarias en promedio ha experimentado niveles de captaciones de entidades oficiales como porcentaje de las captaciones del sector privado que se han ubicado por encima del promedio del sistema financiero.

<sup>23</sup> En esta cuenta se registran las inversiones en títulos valores de deuda emitidos por las instituciones financieras y fideicomisos de inversión emitidos por instituciones financieras.

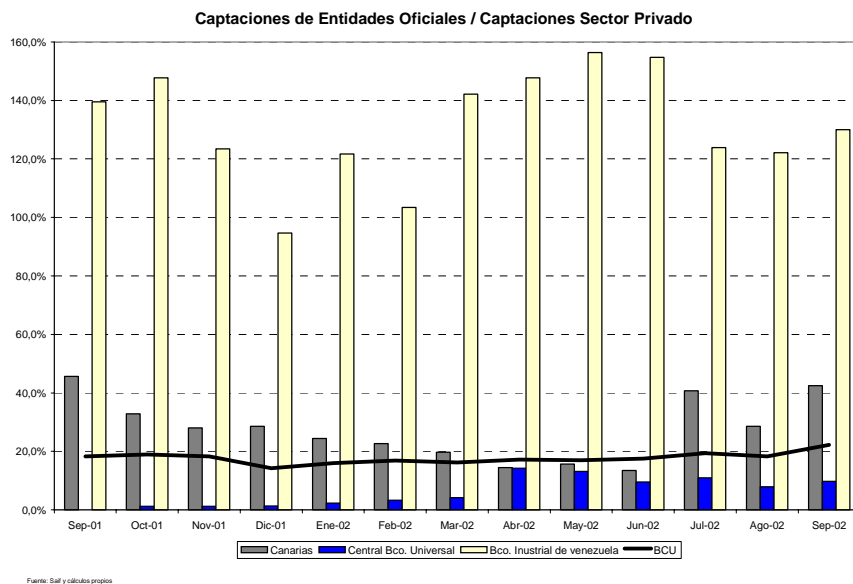
<sup>24</sup> En dicha cuenta se registran las inversiones en títulos de deuda y de capital representadas por valores o instrumentos de inversión negociables y convertibles en efectivo en el corto plazo (hasta 90 días) y que sin importar su vencimiento deberán ser necesariamente negociados y desincorporados en un lapso no mayor de 90 días desde la fecha de incorporación a esta cuenta.

<sup>25</sup> En esta cuenta se registran los títulos valores cuando se tiene la intención firme y la capacidad de mantenerlos hasta su vencimiento.





Gráfico 8



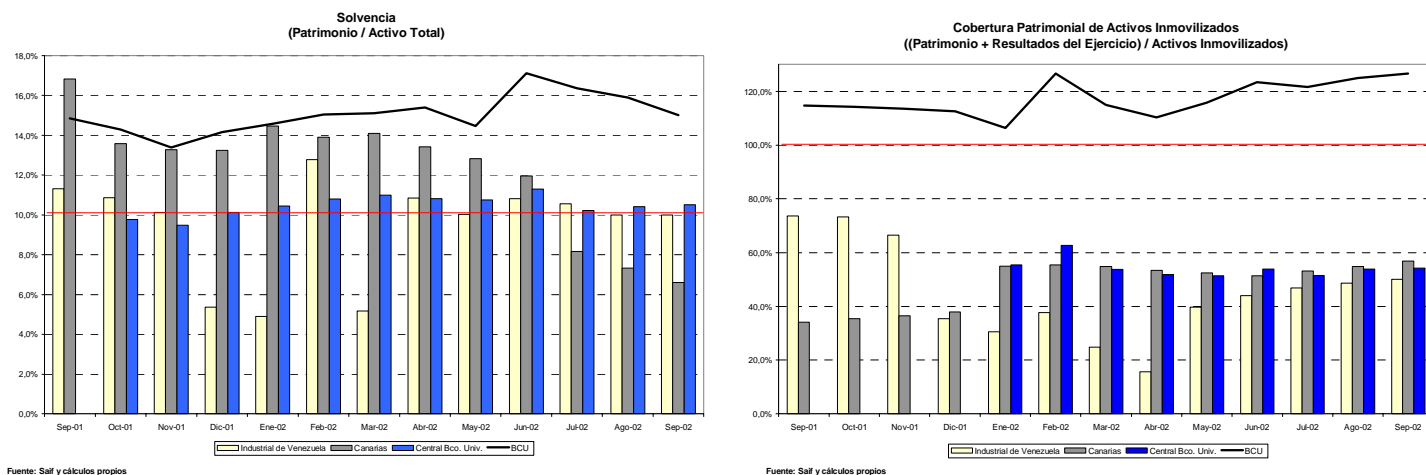
Por su parte, Central Banco Universal no experimentó cambios sustanciales en sus captaciones totales, sólo se observó una disminución de 5,2% en el mes de septiembre con respecto a los valores registrados durante el mes de agosto, para así ubicarse en Bs. 209.481 millones (ver Gráfico 8). Los depósitos de entes oficiales en dicha institución cerraron en Bs. 18.644 millones, lo que representa un 8,9% de las captaciones totales.

**f.- Solvencia 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.

Para el año 2002, los resultados de la evaluación de la suficiencia patrimonial del Banco Canarias y de Central Banco Universal se pueden observar en el Gráfico 9. Un mayor índice de solvencia y cobertura patrimonial permitirá que las instituciones cubran con recursos propios las pérdidas y el deterioro en los activos, lo cual se traduce en un menor riesgo de insolvencia.



Gráfico 9



Esta evaluación de la suficiencia patrimonial arrojó que el Banco Canarias presentó un índice de solvencia - en el mes de septiembre- menor al mínimo exigido de 10% -representado por el eje horizontal en el Gráfico 9- por la Superintendencia de Bancos, al registrar 6,6% para dicho mes. Adicionalmente, presenta insuficiencia patrimonial, es decir, su patrimonio es menor al monto de los activos inmovilizados. Por su parte el Central Banco Universal presenta un índice de solvencia ligeramente superior al mínimo exigido. En lo referente a la cobertura patrimonial dicho banco también presenta insuficiencia en el monto de su patrimonio con respecto a sus activos inmovilizados por que también se ubica por debajo de la línea roja del Gráfico 9.

Para el Banco Canarias la caída del índice de solvencia (patrimonio / activo total) en el mes de septiembre representa la sexta caída consecutiva que registra el índice de solvencia de dicho banco desde el mes de abril y el tercer mes seguido que el indicador de solvencia se encuentra por debajo del 10% (ver Gráfico 9) establecido por la resolución de la Superintendencia número 198 del 16 de junio de 1999.

Según lo contemplado en el artículo 241 de la Ley de Bancos:

#### Supuestos para las Medidas Administrativas

**Artículo 241.** La Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras ordenará la adopción de una o varias de las medidas a que se refiere el artículo 242 del presente Decreto Ley, cuando un banco, entidad de ahorro y préstamo, otra institución financiera, o cualesquiera otras personas sometidas a la supervisión de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, estuviere en alguno de los siguientes supuestos:

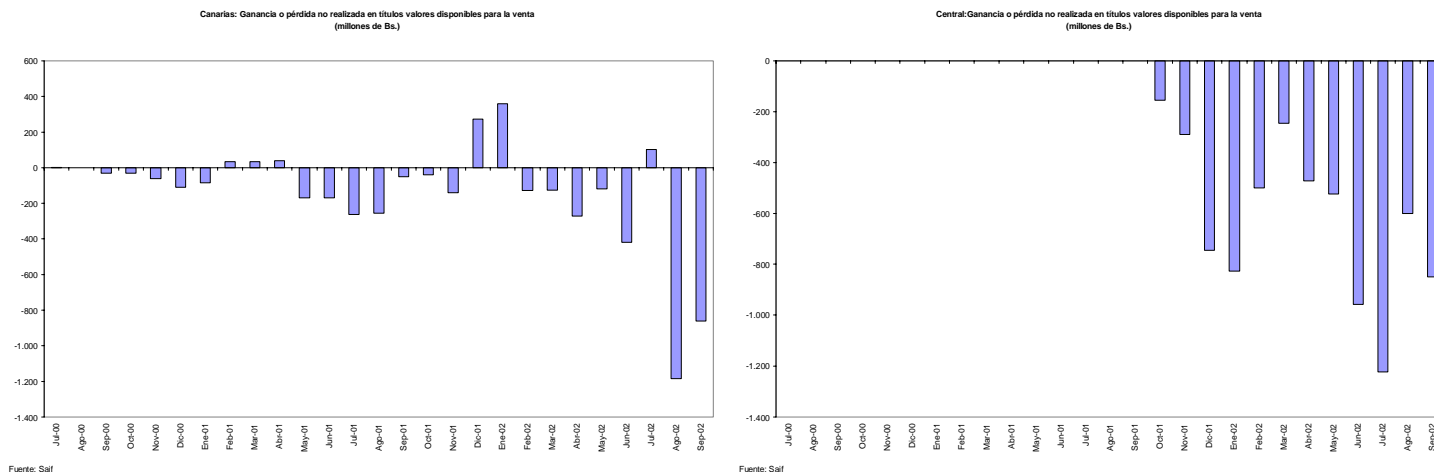
1. Diere fundados motivos para suponer que podría incurrir en situaciones de iliquidez o insolvencia que pudieran ocasionar perjuicios para sus depositantes o acreedores o para la solidez del sistema bancario.
2. Hubiere incurrido en dos (2) o más infracciones graves a las disposiciones de este Decreto Ley, de la Ley del Banco Central de Venezuela, del Código de Comercio, de los Reglamentos o de las normativas prudenciales, generales o particulares de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras o del Banco Central de Venezuela, durante un (1) semestre.



3. Presentare durante un (1) trimestre situaciones graves de tipo administrativo o gerencial, que afecten o pudieren afectar significativamente su operación normal, o la liquidez y solvencia.
4. Hubiere cesado en el pago de las obligaciones con sus depositantes.
5. **Mantuviere durante al menos un (1) mes un patrimonio inferior al previsto en el artículo 17 de este Decreto Ley.**
6. **Mantuviere durante al menos un (1) mes uno cualesquiera de los índices inferior a lo establecido por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, conforme al artículo 24 de este Decreto Ley.**
7. Incumpliere los requerimientos de encaje legal y de posición en moneda extranjera en los términos establecidos por el Banco Central de Venezuela.
8. Presentare durante al menos un (1) semestre, un capital inferior al mínimo exigido en este Decreto Ley para cada tipo de institución financiera.
9. Presentare durante al menos un (1) semestre pérdida de capital, equivalente a un porcentaje comprendido entre el diez por ciento (10%) y el veinte por ciento (20%) del capital pagado.

De acuerdo a este artículo esta institución es susceptible de que le sean dictadas medidas administrativas por parte de la Superintendencia de Bancos según los artículos 242, 243 y 244 de la Ley de Bancos e inclusive el requerimiento de un plan de recuperación por parte del Banco Canarias, según lo dispuesto en el artículo 247 de dicha Ley.

Gráfico 10



La fuerte disminución de los niveles de solvencia, principalmente, en el Banco Canarias fue producto del incremento abrupto de los activos totales de dicha institución que fue impulsado el aumento en la inversión en títulos valores como consecuencia de su participación en la adjudicación directa de bonos DPN realizada por el Ministerio de Finanzas en el mes de julio de 2002. Este incremento en los activos se combinó con la significativa desvalorización de las inversiones en títulos valores disponibles para la venta desde finales de 2001, la cual se agudizó a comienzos del primer trimestre y luego a partir del mes de julio de 2002 (ver Gráfico 10). Esta última coincidencia permite conjeturar que la cuestionada adjudicación directa de bonos DPN tuvo efectos negativos sobre la valoración de las inversiones en valores incluso para el Banco Canarias y Central Banco Universal, instituciones involucradas en dicha adjudicación, debido a que una vez que se conoció del caso todos los precios de



los títulos públicos tendieron a la baja, y el poder de negociación de éstas dos instituciones se vio mermado de manera importante.

Las instituciones Banco Canarias y Central Banco Universal presentaron un incremento sustancial en los niveles de liquidez producto de distintas operaciones realizadas con títulos públicos. Esto se evidencia en los fuertes cambios en la composición (sub-cuentas) de las inversiones en títulos valores. La cartera de crédito de dichas instituciones presentaron niveles de morosidad mucho mayores al del promedio del sistema bancario e incluso superiores a bancos de similar tamaño.

En cuanto a la solvencia de estas instituciones resalta los precarios niveles -inferiores al límite permitido por la normativa- que alcanzó el índice de solvencia del Banco Canarias durante los últimos tres meses, dicha institución presenta un deterioro continuo de su situación desde el mes de abril de 2002. Esta situación de bajos y decrecientes niveles de solvencia requeriría -de acuerdo a lo señalado por la legislación vigente- la imposición de medidas administrativas por parte de la Superintendencia de bancos. Por su parte, Central Banco Universal mantuvo sus niveles de solvencia ligeramente superiores al límite de 10%, combinado con baja cobertura patrimonial.

Las operaciones realizadas con los títulos valores, los mayores niveles de morosidad y la baja suficiencia patrimonial sugieren que estas instituciones presentan fuertes requerimientos de liquidez para cumplir con sus operaciones normales, recursos que estarían obteniendo mediante transacciones respaldadas y garantizadas con títulos valores, principalmente, títulos públicos. En consecuencia, la operación de adjudicación directa benefició y ayudó a atenuar los bajos niveles de liquidez de estas instituciones.

El informe presentado por la Comisión no hace una evaluación exhaustiva de los fundamentos presentados por el Superintendente, y por el contrario toma como ciertas sus afirmaciones. Inclusive, cuando hace referencia a la denuncia presentada por el Grupo Solidaridad, con base a las declaraciones de Maximir Álvarez aparecidas en un artículo de Tal Cual del 13/08/2002 se minimizan varios elementos fundamentales de la discusión, uno de los cuales estaba relacionado con el riesgo de liquidez del Banco Canarias. La denuncia del Grupo solidaridad en la Pág. 3 dice textualmente:

“No hay proporcionalidad entre los certificados de deposito que esta recibiendo la República y la talla de las Entidades financieras emisoras de dichos depósitos. Si bien la Entidad de Ahorro y Préstamo La Margarita se excluyo de la operación luego de la conversación del día viernes 26 de Julio, el desequilibrio persiste, en menor grado, con los otros dos bancos participantes (Banco Canarias y Central Banco Universal) Esto se evidencia al compararse el monto de los certificados de deposito que cada banco emite con la operación con el volumen de los depósitos totales de cada banco al cierre del mes de junio. En ambos casos el porcentaje alcanza al 24%, con lo cual la República se convierte en el principal depositante de ambos bancos. Esto representa un riesgo de liquidez significativo por cuanto ambos bancos tendrán que erogar sumas considerables al vencimiento de los depósitos en 60, 90 y 120 días, cuando los activos recibidos tienen vencimiento a fines de 2004”

La OAEF constató este problema para el Banco Canarias (ver el informe de la OAEF de Septiembre, pág. 34-35) el cual, una vez realizada la operación en Julio tendría 29% de sus captaciones provenientes del sector público, lo cual incrementó su riesgo de liquidez. De hecho, pudimos constatar que una vez realizada la operación de adjudicación de títulos, el Banco Canarias presentó un índice de solvencia de 8,91%, por debajo del 10%



mínimo exigido por la SUDEBAN. Incluso en los meses de Agosto y Septiembre ese índice ha desmejorado aún más. Ahora en este informe hemos hecho un análisis un poco más exhaustivo, y corroboramos las dudas pronunciadas por los funcionarios del BCV.

Por su parte, el Superintendente Irving Ochoa ante la pregunta: “Al momento de la realización el indicador patrimonial del Banco Canarias bajo de los límites permitidos ubicándose en 8.91 ¿Qué consecuencias puede traer esto y que acciones ha tomado usted?”, respondió lo siguiente en su interpelación, (según el informe de la Comisión de Contraloría):

“Si, después de la operación el banco Canarias, el indicador patrimonial bajó a 8.91 producto de la adquisición, eso evidentemente distorsionó el índice, a las 24 horas le mandamos una comunicación al banco, diciéndoles que nos dijera que iba a hacer para subsanar la situación, el banco a las 48 horas nos respondió que estaba entrando en un proceso de fusión con la Margarita Entidad de Ahorro y Préstamo, pedimos los recaudos nos dan el plan que ellos nos están presentando, que su indicador patrimonial pasaría al 17% en el momento de completar la fusión y que incluyendo, o sea, neteando esta operación el indicador quedaría en 13%, este proceso comenzó a andar desde el momento que le mandamos la carta, esperamos que el 30 de septiembre ya esté solucionado el problema.”

La pregunta que la OAEF se hace es si SUDEBAN ¿no debió haber previsto este efecto sobre el indicador de solvencia antes de dar su opinión favorable a la operación? ¿Cómo se explicaría la mejora del indicador del Banco Canarias una vez fusionado con la Margarita si originalmente a ésta última se le excluyó de las operaciones por insuficiencia patrimonial? ¿Puede la SUDEBAN sostener la afirmación de que dicha institución no presentaba un riesgo para la República haciendo sólo referencia a los pasivos de dicha institución financiera?

Por todos los elementos antes expuestos, creemos que los números le dan fundamentación a las dudas y preocupaciones manifestadas por el BCV y por el Grupo Solidaridad, y por el contrario, dejan en evidencia la simplicidad y falta de fundamentación económica en el análisis expresado por el Superintendente.

### **Conclusiones 2 y 14:**

La siguiente conclusión del Informe de la Comisión dice lo siguiente (páginas 80-81):

El Ministerio de Finanzas justifica la decisión de implementar un sistema “novedoso” para la colocación de DPN a largo plazo mediante pago parcial en efectivo y permuta parcial por CD en base a argumentos tales como la baja efectividad registrada en las colocaciones de deuda pública y la escasa asistencia de las instituciones financieras a las subastas. Esa efectividad se ubicó en 24% durante el primer semestre del año en curso.

Ahora bien, al comparar los resultados obtenidos en las subastas de instrumentos de características similares, pero diferentes en cuanto a la modalidad de pago -en efectivo o mixto-, efectuadas hasta el 25.07.02 (pago en efectivo), con los resultados de la adjudicación directa realizada el 26 de Julio (pago mixto), se aprecia una diferencia diametral en la efectividad de la colocación:



	Adj. Directa 26/07/02	Subasta del 08/08/2002
Precio Promedio ponderado	78,5%	78,5%
Cupón	36,3%	36,3%
Rendimiento	46,5%	46,5%
Monto autorizado	190 MMM	300 MMM
Monto colocado	190 MMM	38 MMM
Efectividad Total	100%	12,66%

Los resultados de dichas subastas evidencian que la efectividad de la colocación de títulos con tales características es mucho menor que el promedio registrado hasta la fecha (pasa de 24% a 12,66%). Tomando palabras del Dr. Bermúdez durante la interpelación en referencia a este punto:

“...estamos hablando que el plazo y las condiciones financieras no les gustó al mercado”.

Sin embargo la última conclusión del informe dice lo siguiente (página 97):

Con relación a la subasta de 8/08/2002, la Comisión comparte el criterio de los denunciantes respecto a que la misma fue realizada de forma apresurada, como indicó el Dr. Diego Luis Castellano, Presidente del BCV, “La instrucción de colocación por parte del Ministerio de Finanzas para realizar la subasta del día 8 de agosto de 2002, contenida en el Oficio N° 4846, fue recibida en el Banco Central de Venezuela en esa misma fecha, a las 10:42 a.m., tal como se evidencia en comunicación anexa, marcada F, hora en la cual se inició el proceso de revisión de los términos y condiciones financieras de la operación. El Instituto publicó, a través de los medios electrónicos de información, la convocatoria a subasta a las 11:46 a.m.”. De aquí se concluye que en cuanto sus aspectos operativos, dicha subasta refleja situaciones atípicas que crean la impresión de irregularidades en la ejecución de la misma. Igualmente, se comprobó que no es inusual el anuncio de una subasta en medios electrónicos empleados en lapsos de minutos

### **Observaciones OAEF a Conclusiones 2 y 14:**

La segunda conclusión no toma en cuenta ciertos aspectos fundamentales desde el punto de vista de lo que ha venido siendo el manejo de la deuda, los cuales no fueron expuestos con profundidad por los funcionarios públicos interpelados, y no tomó en cuenta los elementos expresados en la última conclusión del informe de la Comisión. En estos aspectos no podemos dejar de argumentar los siguientes puntos:

**a .-** Si bien es cierto que los factores políticos, la volatilidad de los mercados locales (tipo de cambio e inflación), el efecto contagio (por Brasil y Argentina), y posiblemente, las operaciones de mercado abierto del BCV han podido influir negativamente en la efectividad de las colocaciones de DPN en el mercado interno, los funcionarios obviaron el elemento más fundamental que puede ser el de mayor peso, y es que en los dos últimos años el Ejecutivo ha saturado el mercado con títulos de deuda pública, en un principio mediante subastas, y últimamente mediante los mecanismos de adjudicación directa y dación en pago. La saturación de títulos de deuda pública necesariamente trae como consecuencia la caída de los precios de los bonos, pero esta caída será aún mayor si dichos títulos son otorgados a agentes económicos con poca capacidad de ahorro, grandes necesidades de efectivo y poco acceso al crédito, como lo son por ejemplo los contratistas del sector público y los profesores universitarios.



El precio del mercado de un bono está ligado a múltiples factores como son la tasa de interés esperada, el nivel de liquidez de la economía, la tasa de devaluación esperada, la madurez del bono, la tasa de interés que paga el bono ( que en el caso venezolano está conectado con el porcentaje de referencia que paga cada título, con las tasas de interés de las letras del tesoro y la tasa activa del mercado (TAM) de los 6 principales bancos comerciales y universales), así como también al nivel de oferta de cada uno de los títulos y a las preferencias de sus tenedores.

Otro aspecto fundamental que hay que señalar, y que está relacionado con lo dicho anteriormente es que las preferencias de los tenedores, en cuanto al nivel de ahorro, riesgo, etc. son factores sumamente importantes en la determinación del precio de los bonos. En el caso de las daciones en pago a los profesores y a los contratistas el uso indiscriminado de esta modalidad hace que el precio de todos los títulos tienda a la baja, y lo que es peor, **el Ejecutivo Nacional genera su propio competidor en el mercado secundario de títulos públicos.**

Al darle los títulos a los contratistas (o profesores) como forma de pago éstos no tienen la capacidad de financiarse que tienen las instituciones financieras ya que tienen obligaciones que atender (por fuerza laboral, insumos, servicios, préstamos, etc., o necesidades de consumo tales como educación, salud, vivienda, alimentación, etc.) que no son fácilmente renegociables (o postergables) por lo que se verán obligados a acudir al mercado secundario y colocar esos títulos a un precio muy bajo (en perjuicio de ellos, pero beneficiando a los intermediarios financieros) lo cual produce una presión a la baja de todos los títulos públicos, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario. Esto trae 4 consecuencias nefastas para las finanzas públicas: **la primera**, los intermediarios financieros preferirán acudir al mercado secundario a comprar títulos públicos ya que allí podrán obtener ganancias mayores dada la posición desventajosa que tienen los contratistas (o profesores) frente a ellos, disminuyendo de esta manera la demanda en el mercado primario de deuda.

**La segunda** consecuencia es que dados los precios bajos a los que se pueden negociar los títulos en el mercado secundario el Ejecutivo Nacional tendrá que ofrecer mayores tasas de rentabilidad por dichos títulos en el mercado primario, o estar dispuesto a recibir menores precios por los mismos títulos, disminuyendo de esta manera la capacidad de financiamiento del Estado.

**La tercera**, es que la baja captación de recursos aunado a mayores tasas de rendimiento exigida por la banca impulsa al alza las tasas de interés, lo que produce un efecto negativo en la economía real, pero a su vez encarece el servicio de la deuda interna, ya que los bonos son colocados a tasas de interés variable, lo que presionará aún más las finanzas públicas, creando así un círculo vicioso y explosivo.

**La cuarta** consecuencia es que los contratistas al tomar esto en consideración para los futuros contratos con el Ejecutivo tenderán a cobrar mucho más por sus servicios ya que tienen que tomar en cuenta la pérdida en la que podrían incurrir si el Estado decidiese cancelarles sus servicios con bonos públicos.

La experiencia venezolana del último año con el manejo de la deuda muestra todas éstas consecuencias negativas, es decir: incremento de las tasas de interés, poca o nula actividad en el mercado primario, caída en los precios de los títulos públicos, incremento de los costos de la deuda, y caída en la recaudación efectiva de recursos a través del endeudamiento, la cual se puede inferir de la caída de los precios de los títulos en el mercado primario. No es de extrañar entonces que los agentes financieros no estén acudiendo al mercado primario de deuda y que si deciden comprar títulos públicos lo hagan en el mercado secundario para obtener precios más bajos, **(tal como lo**



hizo el BANDES), ya que de lo contrario experimentarían pérdidas (o no maximizarían la ganancia potencial) por los cambios en los precios de los bonos en el mercado en general.

El Ministerio presentó en las interpelaciones la información relativa a las colocaciones mediante subastas y la poca efectividad que éstas han tenido en relación a los montos solicitados por el Ejecutivo, sin embargo minimizó el hecho de que gran parte de las colocaciones que se han venido realizando este año han sido mediante los mecanismos de adjudicación directa y dación en pago<sup>26</sup>. Usando las fuentes a las que nos referimos anteriormente (BCV, REUTERS y MF) la OAEF encontró que el manejo de la deuda ha sido de la siguiente forma:

CUADRO 3  
Rescate y Colocación de DPN Bajo Diferentes Mecanismos

	Variación Total	(Mill. De Bs.)				% Coloc. Por		% de ref.	% de ref.	% de ref.
		Rescate	Colocado	Subasta	Otro	Subasta	otro mec.	promedio subasta	promedio otro mec.	promedio de Coloc.
Enero	-38.170,75	-264.601,75	226.431,00	49.431,00	177.000,00	21,83	78,17	88,50	88,61	88,54
Febrero	110.835,78	-88.000,00	198.835,79	4.177,00	194.658,79	2,10	97,90	88,14	93,43	92,98
Marzo	13.340,86	-10.500,00	23.840,86	0,00	23.840,86	0,00	100,00	0,00	91,50	91,50
Abril	-168.681,22	-205.973,80	37.292,58	15.000,00	22.292,58	40,22	59,78	88,61	88,61	88,61
Mayo	74.874,43	-185.221,16	260.095,59	121.460,00	138.635,59	46,70	53,30	88,37	88,47	88,43
Junio	31.383,07	-190.332,68	221.715,75	49.400,00	172.315,75	22,28	77,72	88,73	89,01	88,95
Julio	405.707,67	-65.377,94	471.085,61	1.500,00	469.585,61	0,32	99,68	88,61	91,58	91,57
Agosto	361.314,15	-218.290,00	579.604,15	251.720,00	327.884,15	43,43	56,57	90,11	89,64	89,84
<b>Total</b>	<b>790.603,99</b>	<b>-1.228.297,33</b>	<b>2.018.901,33</b>	<b>492.688,00</b>	<b>1.526.213,33</b>	<b>24,40</b>	<b>75,60</b>	<b>89,32</b>	<b>90,29</b>	<b>90,01</b>

El Cuadro 3 muestra en su segunda columna cuanto se ha rescatado (vencido) de los títulos de DPN durante los meses de enero y agosto del presente año. La tercera muestra el total de lo que se ha colocado, mientras que la cuarta y quinta columna muestran lo que se ha colocado mediante el mecanismo de subasta y cuanto se ha colocado mediante los mecanismos de adjudicación directa y dación en pago (ambas agregadas dentro del renglón de “OTRO”). La quinta y sexta columna muestra el porcentaje de la colocación total que se ha realizado mediante ambos mecanismos. Las tres últimas columnas presentan para cada mes el promedio ponderado del porcentaje de referencia que cancelaran los títulos colocados mediante ambos mecanismos, es decir mediante subastas y mediante OTRO mecanismo (adjudicación directa y dación en pago), indicadores que nos muestran el costo promedio que tendrá para el Estado los títulos colocados mediante las diferentes formas. De este cuadro podemos concluir lo siguiente:

a) Durante este año se ha hecho un uso acelerado de operaciones de adjudicación directa y dación en pago, ya que aún cuando efectivamente lo que se ha colocado en subastas es poco (24,4%), lo que se ha colocado mediante estos mecanismos (poco transparentes, totalmente discrecionales, y no regulados en lo absoluto), es decir mediante adjudicación directa y dación en pago ha sido el 75,6% del total de las colocaciones, sobre todo en los meses de febrero, marzo y julio (ver Cuadro 3).

<sup>26</sup> Ver Tabla 5 “Deuda Interna Enero-Julio 2002”, de la página 11 del informe “Situación de la Colocación de la Deuda Pública Interna a Largo Plazo” que fue presentado por el Ministerio y que se encuentra en su página Web. Esa Tabla no incluye todas las operaciones realizadas en el mes de Julio según pudimos estimar de las publicaciones oficiales.





b) Las tres últimas columnas muestran que en promedio el porcentaje de referencia que se cancelará por los títulos colocados por subastas (89,32%) es más bajo que el porcentaje de referencia que pagarán los títulos colocados mediante los mecanismos de adjudicación directa y dación en pago (90,29%), pero dicha diferencia es bastante mayor en las colocaciones realizadas en los meses de febrero, marzo y julio, (ver Cuadro 3).

c) Los dos elementos anteriores nos hacen inferir que los costos para el Estado venezolano<sup>27</sup> de los títulos colocados mediante subastas serán menores a los costos de los títulos colocados mediante los mecanismos de adjudicación directa y dación en pago.

Luego no es de extrañar que los agentes económicos no estén acudiendo<sup>28</sup> a las subastas en el mercado primario ya que se está inundando al mercado secundario de títulos bastante rentables (en términos del porcentaje de referencia que pagan) mediante los mecanismos de adjudicación directa y dación en pago, y debido a que los mismos están siendo otorgados a agentes económicos con grandes necesidades de liquidez. Estos agentes tenderán a ir al mercado secundario a vender los títulos a menores precios (aun cuando pagan mayores tasas de interés) que los títulos que se venden en el mercado primario. A la larga, todo lo anterior produce efectos negativos tanto para los tenedores de bonos como para el Estado, ya que la sobreoferta de estos títulos en el mercado presiona a que los precios de los mismos disminuyan, produciendo pérdidas patrimoniales a los tenedores de bonos. El Estado pierde ya que cada vez menos agentes asistirán a las subastas, y si lo hacen exigirán mayores rendimientos y menores precios para adquirir los bonos en el mercado primario.

De hecho, a través de la base de información del sector financiero, SAIF, pudimos calcular las ganancias y/o pérdidas no realizadas en títulos valores para la venta del sistema financiero venezolano en general, y para cada institución en particular. La ganancia o pérdida no realizada muestra la diferencia entre el precio al que se adquirió el título con respecto al precio al que se está comercializando el título en el mercado. Valores positivos indican que hubo una ganancia porque el tenedor del bono lo compró a un precio por debajo de la valoración actual del mercado, mientras que valores negativos indican que los tenedores pagaron un precio muy alto por títulos que se están comercializando en la actualidad a precios más bajos. El Gráfico 11 presenta éstas pérdidas y/o ganancias no realizadas según la información de los estados financieros que los bancos aportan al sistema SAIF.

El Gráfico 11 muestra un cambio radical en el comportamiento de las ganancias o pérdidas realizadas. A partir de Mayo de 2001 se nota que los títulos públicos comienzan a perder consistentemente su valor de mercado, lo cual se puede explicar por el crecimiento acelerado de las colocaciones de títulos públicos experimentada en el primer trimestre del 2001 y finales del año 2000 (Gráfico 12), así como el crecimiento de las colocaciones directas y daciones en pago a contratistas, profesores, BCV usando títulos públicos. De hecho, el crecimiento aún más acelerado de las pérdidas que se empieza a observar en Diciembre de 2001 se explica por la aprobación del Decreto que autoriza la colocación de los Vebonos en el mercado para el pago de los profesores universitarios (ver Gráfico 13).

Vemos en el Gráfico 11 que empezaba una recuperación lenta de la valoración de los títulos públicos entre marzo y mayo de este año, la cual fue revertida en el período Julio-Septiembre. Dicha pérdida de valor se explica

<sup>27</sup> En términos del interés que devengaran.

<sup>28</sup> Esto último fue exactamente lo que hizo el BANDES, y es lo que está haciendo el mercado en general, ya que lo contrario sería irracional desde el punto de vista de un agente económico que maximiza rentabilidad.



como ya lo mencionamos, por el uso indiscriminado de títulos públicos en operaciones de dación en pago y adjudicaciones directas de títulos que pagan una alta tasa de interés, así como a las preferencias de los tenedores de los mismos en cuanto a decisiones de riesgo y ahorro, así como también por las condiciones macroeconómicas inestables (tipo de cambio e inflación, situación política, etc.).

Gráfico 11

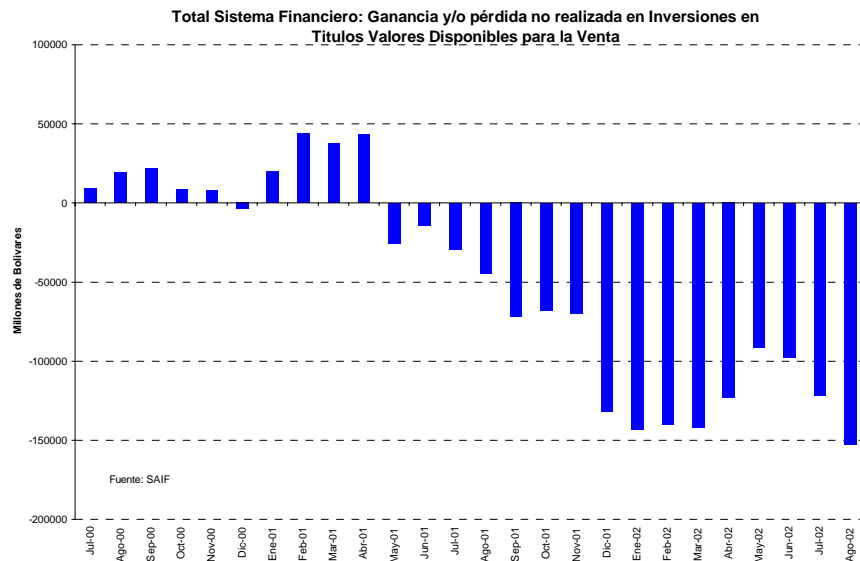
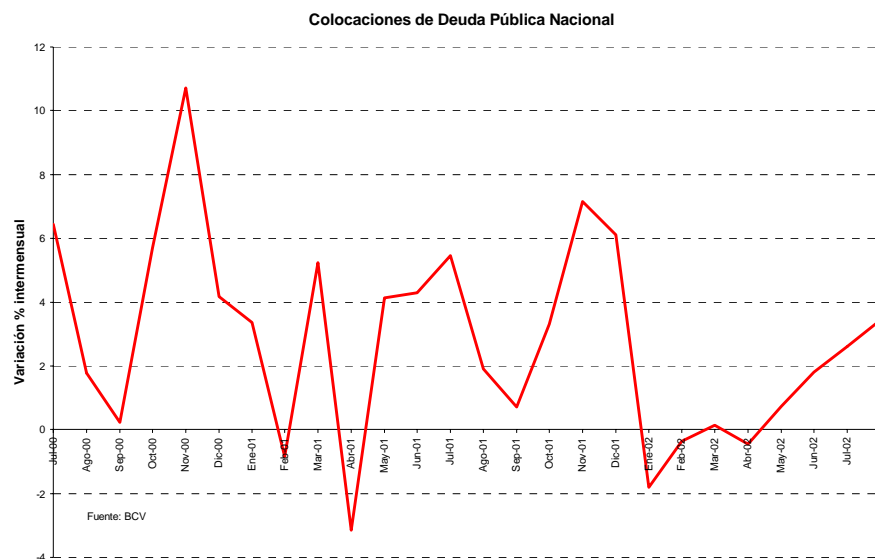


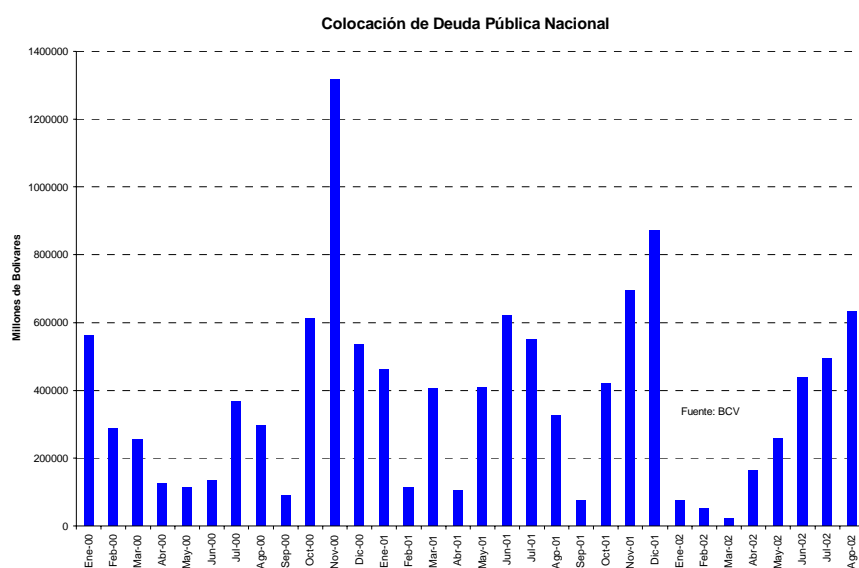
Gráfico 12





La caída sustancial del mes de agosto se explica por la adjudicación directa de los títulos altamente rentables a CEDEL Casa de Bolsa como ya lo explicamos en el informe que presentamos en Septiembre (páginas 54-58), y como se puede observar en el Cuadro 3, por cuanto se inundo al mercado de los títulos de la emisión 411 con la adjudicación directa del mes de Julio (CEDEL) por un monto de Bs. 190.000 millones, con las “subastas” del mes agosto por un monto de Bs. 62.470 millones y con otra colocación (no sabemos si por adjudicación directa o dación en pago) por un monto de Bs. 50.000 millones (ver Cuadro 1-C en el Anexo).

Gráfico 13



Todo lo dicho anteriormente da sustento a la denuncia elaborada por el Grupo Solidaridad, cuando dicen lo siguiente:

“Los bancos deberán registrar en sus estados financieros pérdidas patrimoniales significativas, ya que tienen una cartera de títulos públicos que según el presidente del Banco Venezolano de Crédito es superior al 43% de sus activos totales. ¿En cuánto caerán los precios de los DPN adquiridos por los bancos con anterioridad, y a cuánto ascenderán sus pérdidas patrimoniales, si antes de la adjudicación directa, los DPN se colocaron en subastas públicas a precios promedios que oscilaban entre 88% y 91% de su valor facial? Por esta razón, banqueros que hemos consultado han manifestado su preocupación por el impacto patrimonial que registrará el sistema bancario si se mantienen las condiciones planteadas por la adjudicación directa. Siendo un negocio tan beneficioso para las instituciones que participaron en la transacción, los banqueros han actuado con suma cautela y los bancos grandes se han resistido a comprar DPN en las condiciones pautadas por la adjudicación, ya que los beneficios no compensarían las pérdidas patrimoniales en que incurrirían por la caída de precio de los DPN que tienen en sus portafolios de inversiones.”



Efectivamente, el sistema financiero en su conjunto ha venido experimentando pérdidas financieras por la caída en la valoración de sus títulos públicos como consecuencia de los problemas macroeconómicos y por el crecimiento las colocaciones mediante la utilización de mecanismos de dación en pago y adjudicación directa. De hecho, si observamos el Gráfico 11 y el Gráfico 12 podremos comprobar que en los meses donde se incrementó más aceleradamente la colocación de títulos públicos son efectivamente los meses donde se reportó un incremento acelerado de las pérdidas no realizadas en inversiones en títulos públicos (o durante el mes siguiente por el efecto rezago, es decir por el tiempo que les toma a los tenedores de bono tratar de colocar los bonos en el mercado secundario, influyendo sobre el precio de los títulos).

De lo dicho anteriormente también consideramos conveniente expresar que el análisis presentado por los funcionarios públicos es demasiado simplista y no señala cuáles son las verdaderas causas fundamentales para que los agentes financieros no estén adquiriendo títulos de la deuda pública. Es necesario hacer esta acotación puesto que para el año próximo se está estimando cancelar diversas deudas a través de los mismos mecanismos que se han venido utilizando en los últimos años, lo cual pone en grave peligro las finanzas públicas, así como la sanidad del sistema financiero en general. De hecho, al final del informe, en el anexo presentamos las pérdidas y/o ganancias no realizadas por inversiones en títulos valores disponibles para la venta para diversos bancos. En dichos gráficos podremos observar que efectivamente que la banca (en su mayoría) ha experimentado pérdidas por la tenencia de títulos valores, lo cual es la razón fundamental para que la misma no esté acudiendo al mercado primario de deuda.

**b.-** La segunda parte de la conclusión que hace el informe de la Comisión está relacionada con las subastas que se realizaron los días 08/08/02 y 09/08/02, las cuales según el informe, validaron la operación de CEDEL ya que al “mercado” no le resultó atractivo los títulos, por lo que el “mercado” ofreció el mismo precio que CEDEL. En relación a este punto el informe de la OAEF presentado en septiembre fue bastante explícito en cuanto a la cronología de los hechos, la forma en que se convocaron las subastas, quienes participaron, y a qué precio participaron. Todos esos elementos son demasiado importantes como para haberlos dejado de un lado, por lo que nos permitimos traerlos de nuevo en este informe. Las razones por las que se consideramos que no se puede considerar que las subastas validaron la operación con CEDEL son las siguientes:

**Primera,** un elemento fundamental que se critica de la primera subasta fue el proceso de su convocatoria, la cual está regulada por el Decreto No. 683 publicado en Gaceta No. 36.892 del día 15/02/2000, el cual establece en el artículo 2 lo siguiente:

Artículo 2º: 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.



Como vemos la ley exige que las instrucciones se den con la antelación necesaria para convocar al acto de subasta, y como se pudo desprender de las interpelaciones dichas instrucciones llegaron relativamente tarde si tomamos en consideración para que hora se estaba convocando al acto de subasta. 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. El Presidente del BCV expresó lo siguiente, según se desprende del informe que presenta la Comisión, (páginas 37-38):

“¿Con cuánto tiempo de anticipación es normal que el Banco Central de Venezuela reciba instrucciones del Ministerio de Finanzas para convocar a una subasta de títulos públicos?..... El Ministerio de Finanzas tiene un cronograma de colocaciones programada. Las instrucciones para las subastas de Letras del Tesoro se reciben en el Banco Central de Venezuela a más tardar los días lunes de cada semana, con fecha de pacto martes y fecha valor miércoles. Por su parte, las instrucciones para las subastas de DPN, se reciben a más tardar los días martes de cada semana, con fecha de pacto miércoles y fecha valor jueves. El Ministerio de finanzas ha tratado de mantener consistencia en sus cronogramas de colocación; sin embargo, en diversas oportunidades ha instruido la convocatoria a subastas extraordinarias el mismo día del pacto de la operación, dependiendo del pacto de la operación, dependiendo de las necesidades de financiamiento y/o de remanentes no colocados en subastas anteriores.”

“¿Cuándo exactamente (día y hora) recibió el Banco Central de Venezuela las instrucciones del Ministerio de Finanzas de convocar a la subasta que se realizó el día jueves 8 de agosto de 2002? ¿Cuándo envió el Banco Central de Venezuela la información a Reuters y cuando esta última la publicó?..... La instrucción de colocación por parte del Ministerio de Finanzas para realizar la subasta del día 8 de agosto de 2002, contenida en el Oficio N° 4846, fue recibida en el Banco Central de Venezuela en esa misma fecha, a las 10:42 a.m., tal como se evidencia en comunicación anexa, marcada F, hora en la cual se inició el proceso de revisión de los términos y condiciones financieras de la operación. El instituto publicó, a través de los medios electrónicos de información, la convocatoria a subasta a las 11:46 a.m.”

Aunque no es la primera vez que se convoca una subasta con tan poco tiempo de anticipación<sup>29</sup>, según la misma declaración del Presidente del BCV, por lo menos sí es la primera vez que se convoca una subasta para ser llevada a cabo al mediodía. De lo dicho anteriormente nos hacemos las siguientes preguntas ¿por qué si el Ministerio conocía exactamente cuanto tiempo le toma al BCV procesar la convocatoria a una subasta (1 hora) envió la comunicación a las 10:46 a.m. para realizar una subasta a las 12:00 p.m.?, ¿por qué la subasta del 08/08/02 tuvo una duración de sólo 30 minutos si todas las subastas anteriores tenían una duración de una hora?, ¿por qué convocó la subasta para la hora del mediodía, si más del 99% de las veces se han realizado a las 9:00 a.m.?, si se necesitaban los recursos para el mismo día, ¿por qué no se convocó la subasta para las 2:00 p.m. con una duración de una hora para así asegurarse que participara un mayor número de instituciones?

Existe otro elemento del que la Comisión no se percató y es el hecho de que el testimonio del Presidente del BCV contrasta de manera radical con lo dicho por el Ministro de Finanzas en la interpelación. El Ministro de Finanzas afirmó que era imposible convocar una subasta con tan poco tiempo de antelación, por lo que las críticas a la subasta no tenían fundamento. De hecho, en su presentación que esta publicada en la página Web del Ministerio se presenta una lámina denotada con un título que dice “Convocatoria a Subasta” que fue la que uso para explicar porque era imposible haberla realizado con tan poco tiempo. Lo que no se dio cuenta la Comisión, es

<sup>29</sup> Pero cuando se ha hecho casi siempre ha sido al menos una hora antes de llevarse a cabo la subasta, según la data de REUTERS.



que hay una sutileza en dicha lámina, entre muchas otras, la cual consiste en presentar todo el proceso de la colocación de títulos y no solamente el proceso de la convocatoria.

**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 mañana<sup>30</sup>. Aquí nos vuelve a surgir una pregunta: ¿por qué dentro de la convocatoria que se hizo pública el día 07/08/02 a las 4 de la tarde para realizar tres subastas correspondientes a las emisiones 417-E 436-E y 2-E el día 08/08/02 a las 9:00 no se incluyó la emisión 411, sino que esta última se convocó el mismo día 08/08/02, tardíamente y con poco tiempo de duración?

**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 los títulos adjudicados a CEDEL a precios excepcionalmente rentables para la banca, pero prefirieron adquirirlos en la subasta porque sabían que el Ministerio sería precio-aceptante, por lo que el precio del bono sería mas bajo, pero además el bono sería financiado a diferencia del mercado secundario donde tendría que cancelarse en efectivo.

De hecho, algunas entidades financieras tenían que tener información que no era del dominio público aun antes de llevarse a cabo la subasta del 08/08/02 puesto que en el mercado secundario se estuvo comercializando los bonos adjudicados a CEDEL con una gran variabilidad en los precios, oscilando entre 79,97% y 90% en transacciones realizadas entre el 02/08/02 y el 07/02/02, tal como lo presentamos en nuestro informe de septiembre (página 57). De hecho la transacción realizada a 90% fue hecha el día 02/08/02, **un día después de la realizada por el BANDES**, mientras que las transacciones a 79,97% y a 85,96% fueron realizadas los días 6 y 7 de agosto respectivamente, por lo que el mercado tendría mayor tiempo de enterarse de lo que estaba ocurriendo, lo que muestra que algunas instituciones sabían mientras que otras no, y que si se hubiese ido a subasta desde un primer momento (en lugar de la adjudicación directa) el precio de los bonos de la emisión 411 hubiese estado cercano al precio al que el BANDES compró.

Aun cuando las instituciones financieras no tuviesen conocimiento de la adjudicación directa del día 26/07/02, al observar los precios a los que se estaban transando los bonos en el mercado secundario intuirían que algo estaba pasando, lo cual les daba poder para negociar en la subasta del 08/08/02. 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 y de lo que estaba pasando en el mercado secundario. Corresponde a los organismos oficiales investigar todas estas posibilidades.

<sup>30</sup> Tal como la ha afirmado el Presidente del BANDES en varias de sus declaraciones a la prensa.



**Cuarta**, a partir de las denuncias del diputado Armas el día 08/08/2002 es lógico esperar que el resto del sistema financiero que pudiera haber desconocido hasta ese momento de la operación de adjudicación directa, y que estuviese al tanto de lo que estaba pasando en el mercado secundario así como de las condiciones atípicas en las que se convocó la subasta del día 08/08/02 decidiera no participar en la subasta convocada para el día 09/08/2002, y menos en las condiciones económicas en las que se presentaron (más desfavorables que las del día anterior) ya que esta vez los bonos no serían financiados. Aquí nos surgen otras preguntas: ¿por qué para la subasta del día 09/08/02 se decidió modificar la forma de pago de los bonos, es decir por qué se ofreció el día anterior mediante un mecanismo de financiamiento y para el día después en efectivo, desmejorando así las condiciones de la subasta del día 09/08/02 en relación a las ofrecidas el día 08/08/02? Si el “mercado” había señalado que no le gustaba las condiciones de la subasta del día 08/08/02 (según el Vice-Ministro Bermúdez) ¿cuál es la lógica económica del Ministerio para desmejorar la forma de pago de la subasta del día 09/08/02?

**Quinta**, la subasta realizada el día 09/08 la adquirió casi en su totalidad CEDEL, según declaraciones del mismo Eligio Cedeño<sup>31</sup> (aunque después lo negó en las interpelaciones). 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 en la interpelación que les hiciera la Sub-Comisión de Contraloría de la Asamblea Nacional el día 04/09/2002 confirmaron ambos hechos: que la Margarita participó en una de las subastas y que se está fusionando con el Banco Canarias). Aquí nos vuelven a surgir preguntas: ¿Cuál fue la lógica económica que siguieron los agentes financieros que participaron en la segunda subasta y que compraron a un precio de 78,46%, siendo que el pago de estos bonos sería en efectivo, si en la subasta del día anterior se pagó 78,5% por un bono financiado? ¿Cuáles instituciones financieras participaron verdaderamente en la segunda subasta y cuáles eran las verdaderas razones que las motivaban a participar con un precio de 78,46%?

**Sexta**, aun 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 todavía existían instituciones financieras interesadas en participar en la segunda subasta, y que no tuviesen algún interés “especial” en hacerlo, (adicional al rendimiento de los bonos), 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, por lo que un precio menor al 78% por estos bonos no estaría mostrando su verdadero precio, sino que estaría demostrando el poder de negociación que estarían adquiriendo las instituciones financieras ante el Ministerio ocasionado por el manejo inadecuado de la colocación de los títulos de deuda pública en el mercado interno, preponderantemente por adjudicación directa y dación en pago.

Las subastas del los días 08/08/02 y 09/08/02 no pueden ser utilizadas para justificar el precio pagado por CEDEL Casa de Bolsa ya que el mercado no se encontraba en las condiciones ideales para realizar una subasta de dichos títulos, ya que no hubo transparencia en la convocatoria de la primera subasta, no hubo igual acceso a la información, existía información privilegiada por algunas entidades financieras, existía el ruido que estaba creando el mercado secundario de deuda, se crearon condiciones desiguales entre ambas subastas que indirectamente desestimulaban la participación en la segunda, y existían intereses particulares de validar la operación. Por todas estas razones discrepamos con la conclusión plasmada en el informe de la Comisión de Contraloría.

<sup>31</sup> Según sus declaraciones a Tal Cual del 15/08/2002



### **Conclusión 6:**

En relación con el precio establecido a efecto de la adjudicación directa de DPN a la Casa de Bolsa CEDEL, por un lado, tenemos la posición del BCV contenida en comunicación de fecha 30/07/02, remitida al Ministerio de Finanzas, y que fuera suscrita por el Dr. Maximir Álvarez, Vicepresidente de Operaciones Nacional (e) que en el punto 2º señala: "Debido a la ausencia de colocaciones mediante subasta pública a plazos cercanos al de la emisión en comento, no hay referencia para el precio al cual se están adjudicando los bonos", por lo cual resulta difícil la determinación del precio justo de los mismos, y por el otro está el criterio expresado por el Ministro de Finanzas en la exposición realizada ante la Comisión Permanente de Contraloría en esta materia. Sobre la misma presentó los gráficos siguientes:

El valor de los DPN adjudicados en fecha 26/07/02, por ser una forma novedosa de colocación y no tener valores referenciales previos que puedan establecer parámetros de comparación, se ajustó a los criterios expresados por el Ministro de Finanzas conforme al cual a tenor de lo previsto en el artículo 80 de la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP), ese Despacho valoró, como se observa en los gráficos precedentes, el costo por endeudamiento estimado de la operación (46,7%) con los rendimientos del mercado secundario a plazos equivalentes, los cuales resultan superiores (50% aproximadamente)

### **Observación OAEF a Conclusión 6:**

Aquí el informe de la Comisión toma otra vez como un hecho cierto lo manifestado por el Ministerio de Finanzas. La declaración del BCV, sin embargo, esta basada en que el ente oficial no tuvo el tiempo suficiente para hacer los cálculos apropiados antes de realizar la adjudicación, según pudimos conocer. Por otro lado, el informe de la Comisión omitió en su totalidad los cálculos realizados por la OAEF, los cuales discrepan con los cálculos del Ministerio.

Aun cuando era la primera vez que se colocaba un título financiado, el cálculo de un precio de referencia para este caso no es una materia de gran complicación, solo se necesita el tiempo suficiente como para evaluar lo que estaba sucediendo en el mercado primario y lo que estaba sucediendo en el mercado secundario, tiempo que por cierto no tuvo el BCV según pudimos conocer de la demanda del Grupo Solidaridad.

Habían dos aspectos que complicaban un poco el análisis: que no se había colocado recientemente y que el título sería dado a crédito. Ninguno de los dos aspectos hace imposible la determinación del precio de estos títulos. Este ejercicio es análogo a dos ejemplos: primero, como determinar el precio de un bien que es comprado a crédito versus uno que es comprado al contado, y un segundo ejemplo, como determinar, por ejemplo, el precio de un gramo de plata, si la misma no se ha comercializado últimamente, pero conocemos el precio al que se ha transado el níquel y el oro. En nuestro informe de septiembre demostramos que sí era posible hacer una estimación del precio correcto al cual los agentes financieros estarían dispuestos a adquirir la emisión 411, la cual esta contenida en las paginas 15-27 y 54-58, de las cuales tomaremos algunos extractos a continuación.

El día 26/07/02 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 arriba<sup>32</sup>.

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 monto<sup>33</sup>, 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 24% restante más los intereses generados por 122<sup>34</sup> 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.

**Cuadro No. 4**

<b>Fecha</b>	<b>Sin Cupón caído y con tasa variable</b>	<b>Con Cupón caído y con tasa variable (OAEF)</b>	<b>Con Cupón caído y con tasa variable (MF)</b>
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
<b>Costo Anual al Vencimiento</b>	<b>54,05%</b>	<b>48,27%</b>	<b>48,30%</b>

El Cuadro No.4 presenta los flujos financieros (valores positivos representan dinero que el Estado recibe y

<sup>32</sup> 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 %.

<sup>33</sup> 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".

<sup>34</sup> 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.



valores negativos representan erogaciones del Estado) bajo dos supuestos alternativos sobre los intereses “caídos”. 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 vencimiento<sup>35</sup>. Nótese que incluir el cupón caído en el flujo inicial tiene un impacto importante en el costo para el Estado.

La razón por la que se incluye la cuarta columna en el cálculo es que hay 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 pública<sup>36</sup>. 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.

Luego, para ver cuanto debería haber pagado CEDEL por los títulos financiados se hizo un ejercicio basándonos en lo que estaba sucediendo en el mercado secundario. La OAEF determinó que la diferencia entre el precio estimado de mercado y el precio de la adjudicación directa era de aproximadamente **6,4925%** del valor nominal, o equivalentemente a **Bs. 12.335,75 millones**. Es decir, que los agentes financieros hubiesen estado dispuestos a pagar 84,4925% como mínimo por dichos títulos, mientras que lo que canceló CEDEL fue 78%. 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 problema con la adjudicación directa 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, pero tal como lo señalamos anteriormente, 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

<sup>35</sup> **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.

<sup>36</sup> **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).



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.
- 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 estas 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 más en relación al precio al cual se vendieron los bonos. Revisando la información de las *operaciones de compra venta definitiva* para este año de los títulos de DPN 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. 5 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.



**Cuadro 5**

<b>Bono correspondiente al Decreto 1068, Clase G, Con vencimiento al 10/11/04 y porcentaje de referencia 89,03%</b>						<b>Bono correspondiente al Decreto 1068, Clase H, Con vencimiento al 10/05/05 y porcentaje de referencia 89,20%</b>					
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
<b>Bono correspondiente al Decreto 938, Clase I, Con vencimiento al 15/08/05 y porcentaje de referencia 89,45%</b>						<b>Bono correspondiente al Decreto 546, Clase I, Con vencimiento al 01/12/04 y porcentaje de referencia 95,6%</b>					
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	02/08/02	839	5.662,00	80,0000	90,0000	82,7587
06/08/02	1089	500,00	79,2707	79,2707	79,2707	06/08/02	835	4.100,00	79,9789	79,9789	79,9789
07/08/02	1088	650,00	79,0000	79,0000	79,0000	07/08/02	834	108,16	85,9633	85,9633	85,9633
08/08/02	1087	17,52	78,6250	78,6250	78,6250	09/08/02	832	1.562,00	89,7607	89,7607	89,7607
20/08/02	1075	160,00	74,5931	74,5931	74,5931	12/08/02	829	500,00	78,8000	78,8000	78,8000
21/08/02	1074	420,00	74,5950	76,5000	75,7743	13/08/02	828	1.000,00	79,1000	79,2500	79,1750
23/08/02	1072	1.000,00	76,0000	76,0000	76,0000	16/08/02	825	3.000,00	78,0001	78,0001	78,0001
28/08/02	1067	260,00	76,3046	76,3046	76,3046	27/08/02	814	4.500,00	79,1250	79,2500	79,1667
29/08/02	1066	91,00	75,5000	75,5000	75,5000	30/08/02	811	2.868,00	78,5000	78,5000	78,5000

Fuente: REUTERS



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 5, como ya lo señaláramos anteriormente) 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 de determinación del precio del bono 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.**

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. La OAEF determinó el precio de un bono transado en efectivo (con precio 82,7587%) y el de un 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, hay un hecho que es incuestionable, y es 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 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. A esto habría que agregar que el mercado estaba saturado de los bonos 1068 clase H, y tenía una oferta menor de títulos 938-clase I, aunque mucho mayor a la existente de títulos 411-I.

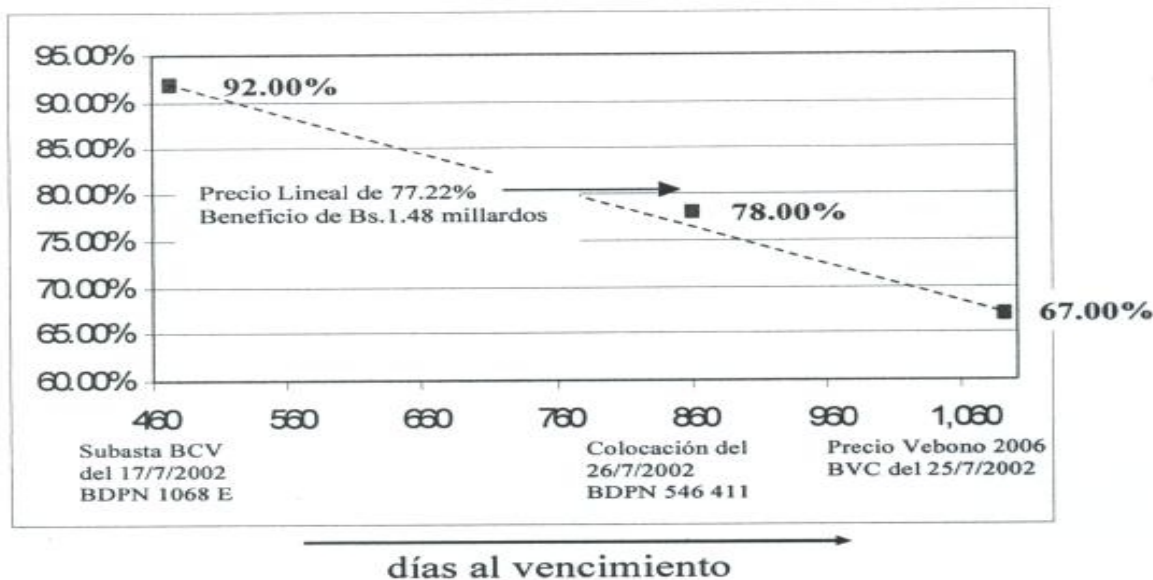
De lo dicho anteriormente podemos concluir que el precio (en efectivo) de los bonos 411 del Decreto 546 **no podía ser menor a** los precios a los que se estaban negociando los bonos 938-I y los bonos 1068-H, y menos si éstos a su vez eran financiados. En el Cuadro 5 podemos ver que los bonos 938-I se 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 de



84,4925 para los bonos de la emisión 411-I no parece estar muy lejos de la realidad. Según conversaciones que sostuvimos con algunos operadores financieros los mismos manifestaron que ellos hubiesen estado dispuestos a comprarlos a un precio entre 88-90%

El informe de la Comisión también hace referencia a la presentación hecha por el Sr. Eligio Cedeño, Presidente de CEDEL Casa de Bolsa, el cual realizó aseveraciones que pueden ser debatidas y que presentan una versión sesgada y errónea de la realidad. Por ejemplo, el Sr. Cedeño presentó el siguiente Gráfico 14. Según el Sr. Cedeño, a partir de este gráfico pudo obtener el precio correcto para el bono de la emisión 411, decreto 546. Lo primero que hay que observar de este gráfico es que el precio de 92% corresponde a la 5ta. Emisión, decreto 1068 clase E con una madurez de 473 días, **el cual no fue colocado mediante subasta, como el afirma**, según pudimos constatar de la información del BCV, sino que fue colocado mediante adjudicación directa o, posiblemente como dación en pago. La última vez, antes de la adjudicación en que se ofreció este título en subasta fue el 4/7/02 y la misma quedó desierta, y la última vez que se colocó en subasta fue el día 28/6/02 colocándose a un precio promedio de 92,25%. Es importante señalar que este título paga una tasa de interés equivalente al 88,61% de la Tasa activa del mercado (TAM), que es mucho menor al 95,6% de la TAM que paga el título de la emisión 411. Es importante señalar que para el 30/06/02 existía un stock de Bs. 414.503,57 millones correspondiente a estos títulos, mientras que sólo existía un stock de Bs. 10.416,00 millones de los bonos 411 para comercializar en el mercado secundario.

Gráfico 14



Por su parte, el título Vebono 6006 que tiene un precio en el mercado secundario de 67% según este gráfico, corresponde a los bonos que el Ministerio entregó a los profesores universitarios como dación en pago a principios del año 2002 (ver Cuadro 1-A del Anexo). En total se colocaron 300.000 millones de bolívares de estos títulos. La tasa de interés que cancelan estos títulos esta ligada a la tasa de interés de las letras del tesoro, por lo que no son directamente comparables con los bonos que están ligados a la TAM, como la emisión 411.



Un elemento fundamental a señalar es que los bonos de la emisión 411 no habían sido colocados desde 1999, y tampoco se había convocado a ninguna subasta desde el 99, y el stock de Bs. 10.416 millones de bolívares fue colocado en su totalidad en dicho año.

Por éstas razones el comparar directamente títulos que tienen una sobreoferta en el mercado, (que han sido utilizados para operaciones de dación en pago a contratistas y profesores) con los títulos de la emisión 411, que ni siquiera se estaba comercializando en el mercado secundario antes de la operación con CEDEL, (ya que sus tenedores lo consideraban un título muy apreciado para desprenderse de él) resulta erróneo. Hasta el 31/07/02, el 67% de todo el stock de bonos de la emisión 5, clase E que se había colocado en el mercado correspondía a daciones en pago y adjudicaciones directas, mientras que el 100% de los Vebonos 2006 fueron colocados como dación en pago a los profesores (ver Cuadro 1-C del Anexo).

### **Conclusión 7:**

El informe de la Comisión continua con la siguiente afirmación (página 87)

Con relación al punto 2 de la Denuncia presentada por los Diputados ALEJANDRO ARMAS, JOSÉ LUIS FARIAS, ERNESTO ALVARENGA y NELSON VENTURA, en relación a la estimación de daño patrimonial, esta Comisión aprecia que los cálculos presentados para soportar el planteamiento presentan algunas omisiones que afectan el resultado; tal es el caso de:

- No se tomó en cuenta el pago de los intereses caídos (lapso transcurrido desde el inicio de trimestre correspondiente y hasta la fecha de la operación, es decir, entre el 01/06/2002 y el 26/07/2002) por el orden de los Bs. 10.351 millones por parte de la Casa de Bolsa CEDEL.
- No se ajusta a la tasa variable TAM.
- Los cálculos consideran una tasa fija del cupón a 36,32% anual.
- Se obvia la consideración que los CD son a tasa fija, mientras que el cupón de los DPN es variable debido a que se ajusta trimestralmente.

De lo expresado y en base a la información remitida a esta Comisión, se evidencia que no existe daño patrimonial en la adjudicación directa realizada por el Ministerio de Finanzas a la Casa de Bolsa CEDEL. Dentro de este orden de ideas y partiendo de la data suministrada, sólo en el supuesto que a la fecha de los vencimientos de los CD, es decir, 60, 90 y 120 días contados a partir de su emisión, las entidades financieras emisoras no honren sus obligaciones con el Estado, se produciría daño patrimonial.

En relación con este último punto se acordó solicitar al Ministerio de Finanzas la presentación de informes por ante la Comisión Permanente de Contraloría al vencimientos de esas obligaciones, es decir, 60, 90 y 120 días, que certifiquen el cumplimiento de dichas obligaciones.

### **Observación OAEF a Conclusión 7:**

La existencia de errores o imprecisiones en los cálculos del daño patrimonial hechos por los denunciados, debido fundamentalmente a la falta de información pública relativa a las operaciones de crédito público y a la falta de información específica acerca de las condiciones financieras en las que se efectuó la transacción, no constituyen



razón suficiente para desechar los argumentos de fondo establecidos en la denuncia y en la declaración del BCV. Esto es especialmente cierto dado que los cálculos presentados por la OAEF en su informe no son objetables bajo ninguna de las consideraciones presentadas por el Informe de la Comisión. En este Informe, la OAEF llegó a un estimado de Bs. 12.335,75 millones como mínimo del daño patrimonial producido por la operación, sin incluir los daños por pérdidas patrimoniales ocasionadas a todo el sistema financiero por la presión a la baja de los títulos valores, y sin incluir las pérdidas patrimoniales incurridas por las subastas cuestionadas del 8 y 9 de agosto.

Hasta ahora, la OAEF ha podido encontrar respaldo a todos los planteamientos esbozados tanto por los denunciantes como por el BCV. Incluso, la OAEF hizo un estudio a fondo de cómo ha sido el manejo de las operaciones de crédito público, basada en la información disponible, y ha podido constatarlos, así como ha encontrado otros elementos alarmantes que han sido tratados a lo largo de esta exposición.

### **Conclusión 1:**

El informe de la Comisión, en la Sección (a) titulada “*De las Investigaciones de la Comisión se Concluye*” contenida en la parte C llamada “Conclusiones y Recomendaciones” se dice lo siguiente (página 79):

La operación de adjudicación directa de DPN efectuada por el Ministerio de Finanzas a la Casa de Bolsa CEDEL en fecha 27/07/02, según la información suministrada a esta Comisión, éstos últimos no son los mismos títulos públicos, que los (DPN) adquiridos por el BANDES al Banco Occidental de Descuento, reiterando que nos referimos al género y no a títulos idénticos. Lo expresado se apoya en que para la fecha en que BANDES adquirió los títulos en referencia, los certificados de custodia emitidos por el BCV evidencian que los bonos vendidos por CEDEL Casa de Bolsa estaban registrados a nombre del Banco Canarias de Venezuela.

### **Observación OAEF a Conclusión 1:**

Esta conclusión es errada por cuanto no toma en cuenta los siguientes elementos:

a.- El mismo presidente de CEDEL Casa de Bolsa explicó que él tenía garantizada la demanda desde el comienzo, es decir, desde el momento que estaba negociando con el Ministerio de Finanzas. Por otro lado, el mismo Sr. Eligio Cedeño durante la interpelación que le hiciera la Comisión dijo que le había vendido la totalidad de los bonos adjudicados a 23 instituciones financieras, según lo plasmado en el informe de la Comisión (páginas 23 y 24):

“.....Continua el Dr. Cedeño “¿Cuándo usted realizó la operación ya tenía asegurada la demanda de los mismos? Si, de hecho garantizamos la colocación total desde el comienzo.” ¿Qué montos, a quienes y a que precio vendió CEDEL los referidos bonos? En la explicación anterior lo dije”. “¿Cuál fue la utilidad de CEDEL? Punto 50 en la operación”.

Continua, “¿Indique usted, operaciones realizadas por CEDEL usando DPN adquiridos en la operación de adjudicación directa? Le vendimos la totalidad 190 millar dos a 23 instituciones financieras al 78 y medio.....”.





b.- En el informe de la OAEF de septiembre, en la página 11 informamos lo siguiente:

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%<sup>37</sup>. Sin embargo, según otras informaciones de prensa, **Central Banco Universal** le compró los bonos a **CEDEL** a un precio de 83%<sup>38</sup>.

Por otro lado se sabe que el **Banco Occidental de Descuento** compró Bs. 10.000 millones de dichos bonos a un precio de 84%<sup>39</sup>. 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 1999<sup>40</sup>. Según informaciones obtenidas los bonos colocados en el 99 estaban en la cartera del **BANDES** desde antes de Junio de 2002.

c.- Efectivamente, utilizando los boletines mensuales del BCV, la información diaria de subastas de DPN que aparece en **REUTERS**, y la información que publicó el BCV en su página Web (en la sección de estadísticas titulada “**BCV Actuación como Agente Financiero Nacional**”<sup>41</sup>) se inferir que la probabilidad de que los bonos que compró el **BANDES** estén relacionados con los bonos adquiridos por **CEDEL** es cercana a uno.

En los Cuadros 1A-1C en el Anexo de este informe se presenta una estimación de la OAEF de los títulos que han sido colocados hasta el 31 de Agosto 2002, según las publicaciones oficiales, bien sea través del mecanismo de subasta o a través de los mecanismos de adjudicación directa y dación en pago (las cuales se incluyen en la categoría “**Otro**”). En esos cuadros podemos ver que para el 31/12/01 solo existía un stock de 10.416 millones de bolívares de los bonos de la emisión 411. Tenemos conocimiento que para finales de Julio este monto estaba en poder del **BANDES** (esto es un elemento que debería comprobar la Comisión), y sabemos que hasta el mes de Julio el Ministerio de Finanzas no había colocado nuevamente estos títulos, exceptuando la adjudicación a **CEDEL**. De aquí surgen las siguientes preguntas: ¿De dónde salieron los bonos que compró el **BANDES** al **Banco Occidental de Descuento** si el **BANDES** tenía todo lo que se había colocado anteriormente? ¿Cómo puede descartar la Comisión la posibilidad de que parte de los bonos adjudicados a **CEDEL** hayan sido vendidos (indirectamente) al **BANDES** por alguna de las 23 instituciones financieras a las cuales el Sr. Eligio Cedeño hizo referencia general (aunque no las nombró específicamente)? ¿Investigó la Comisión la posibilidad de que una de esas 23 instituciones haya sido el **Banco Occidental de Descuento**? Si la Comisión investiga que (nombres) instituciones compraron originalmente a **CEDEL** y si investiga cada transacción realizada en el mercado secundario entre los días 26/07/02 y el 01/08/02 (así como los nombres de las instituciones participantes) podría responder a estas preguntas. Esta duda puede ser aclarada sin mayor complicación por el BCV.

<sup>37</sup> Según El Universal del 13/08/2002

<sup>38</sup> Según Tal Cual del 14/08/2002

<sup>39</sup> Según Tal Cual del 14/08/2002 y El Universal del 13/08/2002

<sup>40</sup> 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.

<sup>41</sup> La cual contiene la información de todas las colocaciones que ha realizado el BCV desde 99 hasta el día de la adjudicación directa a **CEDEL** el 26/7/02, incluyendo adjudicaciones directas. Esta es la primera vez que se publica oficialmente las operaciones de adjudicación directa que ha realizado el BCV. La información publicada por el BCV no identifica directamente cuales fueron por subasta y cuales fueron por adjudicación directa, pero utilizando esta información en conjunción con los resultados de las subastas publicados por **REUTERS** y el mismo BCV, así como el boletín mensual del BCV se puede hacer una inferencia lógica del monto total de cada título que se ha colocado por adjudicación directa y por dación en pago.



La única forma de que los títulos que compró el BANDES no hayan sido los adjudicados a CEDEL es que el BANDES comprara títulos de la misma emisión que hubiesen sido colocados por el Ministerio mediante el mecanismo de dación en pago, o mediante otra adjudicación directa a otra institución diferente de CEDEL. **Nuestra investigación descubre que después del 31/07/02 el Ministerio de Finanzas utilizó nuevamente el mecanismo de dación en pago o el de adjudicación directa para colocar títulos de la misma emisión 411 clase I por un monto de 50.000 millones de bolívares (adicionales a los 62.470 millones que se colocaron por el mecanismo de “subasta” los días 8 y 9 de agosto).** No sabemos cuando se llevó a cabo esta transacción por 50.000 millones, sólo sabemos que fue en agosto según se puede inferir de las publicaciones oficiales.

No obstante esta nueva colocación de 50.000 millones, la OAEF infiere que la probabilidad de que lo que compró el BANDES esté relacionado con esta segunda colocación es cercana a cero, ya que el BANDES cerró la operación con el Banco Occidental de Descuento el día 01/8/02 en la mañana.

De todo lo dicho anteriormente, discrepamos con el informe de la Comisión en cuanto a que los bonos que adquirió el BANDES no pertenecen al mismo paquete que se le entregó a CEDEL.

### **Conclusión 10:**

En lo relativo al punto 6 de la Denuncia formulada por los Diputados ALEJANDRO ARMAS, JOSÉ LUIS FARIAS, ERNESTO ALVARENGA y NELSON VENTURA, en el aparte titulado “Denuncias de adicionales pérdidas patrimoniales”, esta Comisión determinó que la adquisición de DPN por 10 mil millones de bolívares realizada por BANDES al Banco Occidental de Descuento al 91% de su valor facial, constituye el hecho generador de las pérdidas indicadas (se reitera que esta operación no guarda relación con la adjudicación directa hecha por el Ministerio de Finanzas a la Casa de Bolsa CEDEL, si bien, los papeles transados en ambos casos tienen características similares). El diferencial de 13 puntos porcentuales entre el precio de adquisición cancelado por BANDES (91%) al BOD y el precio establecido a efecto de la adjudicación directa (78%) determina una reducción del rendimiento intrínseco de esos valores equivalente a 7,14 puntos porcentuales; dicha diferencia por el monto adquirido en el término de los 30 meses de maduración del papel arroja ingresos inferiores por 1,7 mil millones de bolívares. Ese diferencial se imputa a los resultados de los próximos ejercicios y afecta la cuenta de patrimonio. A esto debe añadirse que BANDES canceló los DPN en dinero efectivo y que al valor de adquisición debe sumarse el monto correspondiente a los intereses (caídos) acumulados desde el inicio del trimestre en curso y hasta la fecha valor de la operación. La Comisión concluyó en la necesidad imponer correctivos y determinar responsabilidades, dado que las investigaciones realizadas permitieron determinar que BANDES ordinariamente concurre a la Tesorería Nacional y al BCV para adquirir títulos valores, a cuyo efecto el precio se determina en base al promedio de la subasta que corresponda.

Adicionalmente a los antes expresado como resultado de las labores realizadas, esta Comisión determinó que el 26% (66.4 millar dos) de las inversiones en Títulos de Deuda Pública realizadas por BANDES durante el año en curso, se concentraron en operaciones de mercado secundario. Lo expresado se contrapone a los argumentos esgrimidos por el Ministerio de Finanzas, en cuanto a la efectividad de las colocaciones de DPN; de aquí que esta Comisión plantea la necesidad de revisar con carácter de absoluta inmediatez los mecanismos que gobiernan las operaciones de títulos valores.



### **Observación OAEF a Conclusión 10:**

La OAEF está en profundo desacuerdo con esta conclusión. El informe de la Comisión tomó como hechos ciertos todas las afirmaciones de las personas involucradas directamente en la transacción, sin tomar en cuenta las consideraciones de fondo realizadas por el BCV, por la OAEF y por los denunciantes. El caso del BANDES, a nuestro entender fue explotado para desviar la atención de la verdadera causa del problema, la cual fue la adjudicación directa. Inclusive, el mismo informe de la Comisión cae en contradicciones al contrastar los argumentos usados para esgrimir las defensas a las actuaciones del Ministerio y de las entidades financieras (como la supuesta dificultad en la determinación de un precio justo), con los argumentos utilizados para determinar que la actuación del BANDES fue lo que ocasionó la pérdida patrimonial.

El informe de la Comisión no tomó en cuenta los siguientes aspectos:

- 1) La adjudicación a CEDEL fue realizada el 26/07/02 pero no era del conocimiento público general, sino de las partes involucradas y posiblemente otras instituciones con información privilegiada. Dicha información sólo se hizo del conocimiento general el día 08/08/02.
- 2) El BANDES adquirió los bonos el 01/08/02, por lo que fue una de las primeras instituciones en adquirir los títulos de la emisión 411 del decreto 546.
- 3) El BANDES el día 01/08/02 y otra institución financiera el día 02/08/02 valoraron la emisión de los bonos 411 a un precio de 90%, mientras que otra institución los valoró a 89,76% el día 09/08/02. (Ver Cuadro 5, página 52 de este informe), por lo que el precio pagado por el BANDES si fue validado por aquellas instituciones que no tenían información privilegiada.
- 4) Antes del día 08/08/02 no se había convocado a subastas públicas para los títulos de la emisión 411 desde diciembre de 1999, por lo que era imposible adquirirlos en el mercado primario como argumenta el informe de la Comisión (ver Cuadro 2 en la página 15 de este informe), así como también era imposible que el BANDES supiera el día 01/08/02 que se iba a llevar a cabo la “subasta” apresurada y atípica del día 08/08/02.
- 5) El BANDES, como todas las instituciones financieras<sup>42</sup> del país ha encontrado que los rendimientos de los títulos que se ofrecen en el mercado secundario son más altos (además de conseguirse a mejores precios) que los títulos que se están ofreciendo en el mercado primario, tal como lo pudo comprobar la investigación realizada por la OAEF (ver análisis y cuadros presentados en las páginas 13-15 y 40-41 de este informe).
- 6) Las decisiones económicas que toma el BANDES deben estar orientadas a proteger su patrimonio para poder financiar sus proyectos de inversión, así como proteger el patrimonio de aquellos que han colocado recursos en sus manos en operaciones fiduciarias.

<sup>42</sup> Y esa es la razón fundamental por la que no van al mercado primario.



### **Conclusión 11:**

EL informe de la Comisión continúa con la siguiente afirmación (página 92):

Otro aspecto que se determinó con motivo de la denuncia investigada por esta Comisión esta vinculada con operaciones de tesorería presuntamente dudosas efectuadas por BANDES, no permitidas para esa institución; tal es el caso de las Notas Estructuradas (Link Notes). Al efecto, el artículo 12 de la Ley de creación de BANDES señala:

“Las disponibilidades líquidas o recursos no invertidos del Banco de Desarrollo Económico y Social de Venezuela deberán mantenerse en:

- Depósitos en bancos de primera clase en el país o en el exterior, así como cualquier otro instrumento del mercado monetario nacional e internacional
- Valores públicos nacionales o extranjeros susceptible de liquidación inmediata y de denominados en monedas de libre curso internacional, entendiéndose por valores públicos aquellos que son emitidos por Bancos Centrales, Gobiernos Soberano o sus agencias.
- Títulos valores garantizados de renta fija, inscritos en el Registro Nacional de Valores o por ante alguna autoridad extranjera equivalente y que hayan sido calificados.”

Las Notas Estructuradas se sustentan en la suscripción de convenios de inversión a plazo fijo con bancos del exterior, que requieren la suscripción de un acuerdo de garantía, en base al cual la entidad de que se trate, cede títulos en cobertura al banco emisor de las Notas. Los bancos emisores de esos instrumentos los mercadean con el argumento que no son afectados por las variaciones del precio de los títulos que suelen servir de garantía subyacente (por lo general, títulos de deuda pública en moneda extranjera); precisamente, ello determina que ese tipo de papeles no sea susceptible de negociación en el mercado secundario. Si bien, BANDES justifica esas operaciones alegando la diversificación del riesgo y la reducción del impacto de las variaciones de precio y con ello de la volatilidad de los precios.. Al respecto, esta Comisión considera obvio que esas inversiones violan el requisito establecido en el artículo 12 ya citado, en cuanto la inversión en valores públicos “susceptible de liquidación inmediata”, así como también la limitación la Ley respecto a que (BANDES) solo podrá invertir en valores públicos, entendiéndose por tales, los emitidos por “Bancos Centrales, Gobiernos Soberano o sus Agencias”.

Visto lo anterior y sobre la base del artículo 29 de la Ley del BANDES, esta Comisión acordó solicitar a SUDEBAN la consignación de un informe en atención a las consideraciones precedentes dentro de los 30 días seguidos a la aprobación de esta investigación, dicho informe debe abarcar, entre otros elementos: el análisis de cartera de inversión, operaciones en mercado secundario, tipos de inversión, operaciones con instituciones relacionadas (con especial atención el BIV) , cartera de crédito, y cualquier otro aspecto que permita complementar esta investigación.

### **Observación OAEF 11:**

Las notas estructuradas son instrumentos financieros que permiten la distribución del riesgo entre diferentes agentes económicos con distintas preferencias. Para los tenedores de instrumentos de renta fija con alta volatilidad (o con alto riesgo) las notas estructuradas funcionan como instrumentos de reducción de riesgo, ya que les garantizan un precio determinado en caso de que ocurra un incumplimiento del papel durante el tiempo de vigencia de la nota estructurada.



Para los compradores de las notas estructuradas, las mismas son instrumentos a plazo y valor predeterminado con alto rendimiento. Dicho rendimiento se explica porque el adquirente de éstas notas estaría asumiendo el riesgo de incumplimiento de los papeles subyacentes (los bonos). Esta transacción puede verse como un seguro que compra el tenedor de los bonos (a través de la emisión de las notas estructuradas) para que el adquirente de las notas cancele el valor de los títulos en caso de que suceda un default por parte del ente emisor de los bonos.

En el caso específico de las notas estructuradas a las que se hace referencia, tenemos el conocimiento que las mismas han sido adquiridas por parte del BANDES tienen como papel subyacente exclusivamente los bonos emitidos por la República de Venezuela, tales como los Bonos Global 27 y Bonos Brady. Esto quiere decir que en caso de incumplimiento de dichos compromisos por parte de Venezuela, el BANDES recibiría como pago por sus notas estructuradas los bonos emitidos por la República.

Al realizar éstas operaciones, los bonos atados a las notas estructuradas salen del mercado secundario de títulos, reduciendo de ésta manera su oferta en los mercados internacionales, con lo que se logra estabilizar los precios a los que se transan los títulos venezolanos en los mercados internacionales. Por otro lado, si ocurriese un default, dichos títulos quedarían automáticamente en las monedas del BANDES, reduciendo así la presión sobre la economía nacional.

Por otro lado, la Ley del BANDES en su artículo 12 le permite al BANDES “mantener depósitos en Bancos de primera clase en el país o en el exterior, así como cualquier otro instrumento del mercado monetario nacional e internacional.” Por lo tanto la ley le permite invertir en instrumentos privados como son depósitos en bancos y papeles del mercado monetario.

Las notas estructuradas son instrumentos monetarios emitidos por bancos extranjeros de primera clase, con lo cual se cumple con las especificaciones establecidas en el numeral 1 del artículo 12, y no deben ser confundidas con los papeles subyacentes. Por otro lado, las notas estructuradas del BANDES tienen exclusivamente como papeles subyacentes los bonos venezolanos colocados en el mercado externo.

En conclusión, creemos que el informe de la Comisión comete el error de confundir las notas estructuradas emitidas por el banco extranjero de primera con los bonos de la República (los cuales serían los papeles subyacentes) y no encontramos ningún problema con dichas transacciones, siempre que las mismas tengan como papeles subyacentes exclusivamente los bonos de la República de Venezuela.



**CUADRO 1-A**

Emisión	Clase	Dcto.	Fecha de Vencimiento	% de Ref.	Monto de la Emisión (Mill. De Bs.) Al 31/12/2001	Monto de la Emisión (Mill. De Bs.) Al 31/08/2002	ENERO (Mill. De Bs.) Variación entre 31/01/02-31/12/01				FEBRERO (Mill. De Bs.) Variación entre 28/02-31/01				MARZO (Mill. De Bs.) Variación entre 31/03-28/02						
							Rescate	Subasta	Otro	Var. Total	Rescate	Subasta	Otro	Var. Total	Rescate	Subasta	Otro	Var. Total			
5	D	1068	10/05/2003	86,74	185.536,71	230.557,96				0,00				0,00					0,00		
416	G	606	28/12/2003	87,49	126.249,24	146.249,24				0,00				0,00					0,00		
417	E	660	25/01/2003	88,14	1.500,00	197.937,00	0,00	12.200,00	0,00	12.200,00	0,00	4.177,00	0,00	4.177,00					0,00		
430	G	761	02/04/2004	88,40	62.100,00	197.146,60				0,00				0,00					0,00		
4	E	922	25/07/2003	88,61	244.288,28	264.113,97				0,00				0,00					0,00		
422	E	790	16/04/2003	88,61	235.091,00	329.315,18				0,00				0,00					0,00		
452	E	944	15/08/2003	88,61	245.600,00	286.740,91				0,00				0,00					0,00		
2	E	996	04/10/2003	88,61	100.800,00	176.895,36				0,00				0,00					0,00		
436	E	864	14/06/2003	88,61	156.320,00	204.910,98				0,00				0,00					0,00		
463	E	1004	04/10/2003	88,61	9.055,00	18.683,83				0,00				0,00	0,00	0,00	9.628,83	9.628,83	0,00		
5	E	1068	10/11/2003	88,61	258.782,57	474.224,29	0,00	37.231,00	27.000,00	64.231,00				0,00					0,00		
2	F	996	04/04/2004	88,81	123.000,00	151.273,14				0,00				0,00					0,00		
5	F	1068	10/05/2004	88,81	239.819,97	313.587,77				0,00				0,00					0,00		
5	G	1068	10/11/2004	89,03	514.600,00	574.600,00				0,00				0,00					0,00		
6	H	1102	01/06/2005	89,20	181.400,00	221.400,00				0,00				0,00					0,00		
5	H	1068	10/05/2005	89,20	437.536,62	600.085,72				0,00	0,00	0,00	285,00	285,00					0,00		
446	I	938	15/08/2005	89,45	139.400,00	231.202,95				0,00				0,00					0,00		
406	E	659	25/01/2003	93,46	700	59.285,81				0,00	0,00	0,00	44.373,78	44.373,78	0,00	0,00	14.212,03	14.212,03	0,00		
411	I	546	01/12/2004	95,60	10.416,00	312.886,00				0,00				0,00					0,00		
511	22006	1611	10/02/2006		0,00	150.000,00				0,00	0,00	0,00	150.000,00	150.000,00					0,00		
511	72005	1611	21/07/2005		0,00	150.000,00	0,00	0,00	150.000,00	150.000,00				0,00					0,00		
<b>Stock de Bonos que se han colocado este año</b>					3.272.195,39	5.291.096,71	0,00	49.431,00	177.000,00	226.431,00	0,00	4.177,00	194.658,79	198.835,78	0,00	0,00	23.840,86	23.840,86	0,00		
<b>Monto colocado de DPN</b>									226.431,00				198.835,79				23.840,86				
<b>Porcentaje colocado según método</b>								21,83	78,17			2,10	97,90			0,00	100,00				
<b>% de ref. promedio según método</b>								88,50	88,61			88,14	93,43			0,00	91,50				
<b>Stock total de Bonos</b>					8.548.039,03	9.338.643,02															



CUADRO 1-B

Emisión	Clase	Dcto.	Fecha de Vencimiento	% de Ref.	Monto de la Emisión (Mill. De Bs.) Al 31/12/2001	Monto de la Emisión (Mill. De Bs.) Al 31/08/2002	ABRIL (Mill. De Bs.) Variación entre 30/04-31/03				MAYO (Mill. De Bs.) Variación entre 31/05-30/04				JUNIO (Mill. De Bs.) Variación entre 30/06-31/05				
							Rescate	Subasta	Otro	Var. Total	Rescate	Subasta	Otro	Var. Total	Rescate	Subasta	Otro	Var. Total	
							5	D	1068	10/05/2003	86,74	185.536,71	230.557,96				0,00	0,00	1.000,00
416	G	606	28/12/2003	87,49	126.249,24	146.249,24				0,00				0,00					0,00
417	E	660	25/01/2003	88,14	1.500,00	197.937,00				0,00	0,00	57.460,00	0,00	57.460,00					0,00
430	G	761	02/04/2004	88,40	62.100,00	197.146,60				0,00				0,00					0,00
4	E	922	25/07/2003	88,61	244.288,28	264.113,97				0,00				0,00					0,00
422	E	790	16/04/2003	88,61	235.091,00	329.315,18	0,00	15.000,00	22.292,58	37.292,58	0,00	15.000,00	14.536,28	29.536,28					0,00
452	E	944	15/08/2003	88,61	245.600,00	286.740,91				0,00				0,00					0,00
2	E	996	04/10/2003	88,61	100.800,00	176.895,36				0,00	0,00	38.000,00	17.000,00	55.000,00					0,00
436	E	864	14/06/2003	88,61	156.320,00	204.910,98				0,00				0,00					0,00
463	E	1004	04/10/2003	88,61	9.055,00	18.683,83				0,00				0,00					0,00
5	E	1068	10/11/2003	88,61	258.782,57	474.224,29				0,00	0,00	10.000,00	11.000,00	21.000,00	0,00	20.000,00	50.490,00	70.490,00	
2	F	996	04/04/2004	88,81	123.000,00	151.273,14				0,00				0,00					0,00
5	F	1068	10/05/2004	88,81	239.819,97	313.587,77				0,00				0,00	0,00	29.400,00	23.854,00	53.254,00	
5	G	1068	10/11/2004	89,03	514.600,00	574.600,00				0,00	0,00	0,00	60.000,00	60.000,00					0,00
6	H	1102	01/06/2005	89,20	181.400,00	221.400,00				0,00				0,00					0,00
5	H	1068	10/05/2005	89,20	437.536,62	600.085,72				0,00	0,00	0,00	128,61	128,61	0,00	0,00	71.457,36	71.457,36	
446	I	938	15/08/2005	89,45	139.400,00	231.202,95				0,00	0,00	0,00	8.470,70	8.470,70	0,00	0,00	26.514,39	26.514,39	
406	E	659	25/01/2003	93,46	700	59.285,81				0,00				0,00					0,00
411	I	546	01/12/2004	95,60	10.416,00	312.886,00				0,00				0,00					0,00
511	22006	1611	10/02/2006		0,00	150.000,00				0,00				0,00					0,00
511	72005	1611	21/07/2005		0,00	150.000,00				0,00				0,00					0,00
<b>Stock de Bonos que se han colocado este año</b>					3.272.195,39	5.291.096,71	0,00	15.000,00	22.292,58	37.292,58	0,00	121.460,00	138.635,59	260.095,59	0,00	49.400,00	172.315,75	221.715,75	
<b>Monto colocado de DPN</b>									37.292,58				260.095,59				221.715,75		
<b>Porcentaje colocado según método</b>								40,22	59,78			46,70	53,30			22,28	77,72		
<b>% de ref. promedio según método</b>								88,61	88,61			88,37	88,47			88,73	89,01		



CUADRO 1-C

Emisión	Clase	Dcto.	Fecha de Vencimiento	% de Ref.	Monto de la Emisión (Mill. De Bs.) Al 31/12/2001	Monto de la Emisión (Mill. De Bs.) Al 31/08/2002	JULIO (Mill. De Bs.) Variación entre 31/07-30/06				AGOSTO (Mill. De Bs.) Variación entre 31/08-31/07				TOTAL (Mill. De Bs.) Variación entre 31/08/02-31/12/01			
							Rescate	Subasta	Otro	Var. Total	Rescate	Subasta	Otro	Var. Total	Rescate	Subasta	Otro	Var. Total
							5	D	1068	10/05/2003	86,74	185.536,71	230.557,96				0,00	0,00
416	G	606	28/12/2003	87,49	126.249,24	146.249,24	0,00	0,00	12.000,00	12.000,00	0,00	0,00	8.000,00	8.000,00	0,00	0,00	20.000,00	20.000,00
417	E	660	25/01/2003	88,14	1.500,00	197.937,00				0,00	0,00	122.600,00	0,00	122.600,00	0,00	196.437,00	0,00	196.437,00
430	G	761	02/04/2004	88,40	62.100,00	197.146,60	0,00	0,00	40.000,00	40.000,00	0,00	0,00	95.046,60	95.046,60	0,00	0,00	135.046,60	135.046,60
4	E	922	25/07/2003	88,61	244.288,28	264.113,97	0,00	0,00	9.575,69	9.575,69	0,00	1.900,00	8.350,00	10.250,00	0,00	1.900,00	17.925,69	19.825,69
422	E	790	16/04/2003	88,61	235.091,00	329.315,18	0,00	0,00	2.450,72	2.450,72	0,00	9.250,00	15.694,60	24.944,60	0,00	39.250,00	54.974,18	94.224,18
452	E	944	15/08/2003	88,61	245.600,00	286.740,91	0,00	0,00	7.245,36	7.245,36	0,00	11.000,00	22.895,55	33.895,55	0,00	11.000,00	30.140,91	41.140,91
2	E	996	04/10/2003	88,61	100.800,00	176.895,36	0,00	1.500,00	7.245,36	8.745,36	0,00	4.000,00	8.350,00	12.350,00	0,00	43.500,00	32.595,36	76.095,36
436	E	864	14/06/2003	88,61	156.320,00	204.910,98	0,00	0,00	8.090,98	8.090,98	0,00	40.500,00	0,00	40.500,00	0,00	40.500,00	8.090,98	48.590,98
463	E	1004	04/10/2003	88,61	9.055,00	18.683,83				0,00				0,00	0,00	0,00	9.628,83	9.628,83
5	E	1068	10/11/2003	88,61	258.782,57	474.224,29	0,00	0,00	49.364,00	49.364,00	0,00	0,00	10.356,72	10.356,72	0,00	67.231,00	148.210,72	215.441,72
2	F	996	04/04/2004	88,81	123.000,00	151.273,14				0,00	0,00	0,00	28.273,14	28.273,14	0,00	0,00	28.273,14	28.273,14
5	F	1068	10/05/2004	88,81	239.819,97	313.587,77	0,00	0,00	20.513,80	20.513,80				0,00	0,00	29.400,00	44.367,80	73.767,80
5	G	1068	10/11/2004	89,03	514.600,00	574.600,00				0,00				0,00	0,00	0,00	60.000,00	60.000,00
6	H	1102	01/06/2005	89,20	181.400,00	221.400,00	0,00	0,00	40.000,00	40.000,00				0,00	0,00	0,00	40.000,00	40.000,00
5	H	1068	10/05/2005	89,20	437.536,62	600.085,72	0,00	0,00	39.800,00	39.800,00	0,00	0,00	50.878,13	50.878,13	0,00	0,00	162.549,10	162.549,10
446	I	938	15/08/2005	89,45	139.400,00	231.202,95	0,00	0,00	43.299,70	43.299,70	0,00	0,00	13.518,16	13.518,16	0,00	0,00	91.802,95	91.802,95
406	E	659	25/01/2003	93,46	700	59.285,81				0,00				0,00	0,00	0,00	58.585,81	58.585,81
411	I	546	01/12/2004	95,60	10.416,00	312.886,00	0,00	0,00	190.000,00	190.000,00	0,00	62.470,00	50.000,00	112.470,00	0,00	62.470,00	240.000,00	302.470,00
511	22006	1611	10/02/2006		0,00	150.000,00				0,00				0,00	0,00	0,00	150.000,00	150.000,00
511	72005	1611	21/07/2005		0,00	150.000,00				0,00				0,00	0,00	0,00	150.000,00	150.000,00
<b>Stock de Bonos que se han colocado este año</b>					3.272.195,39	5.291.096,71	0,00	1.500,00	469.585,61	471.085,61	0,00	251.720,00	327.884,15	579.604,15	0,00	492.688,00	1.526.213,33	2.018.901,32
<b>Monto colocado de DPN</b>									471.085,61				579.604,15				2.018.901,33	
<b>Porcentaje colocado según método</b>								0,32	99,68			43,43	56,57			24,40	75,60	
<b>% de ref. promedio según método</b>								88,61	91,58			90,11	89,64			89,32	90,29	
<b>Stock total de Bonos</b>					8.548.039,03	9.338.643,02												

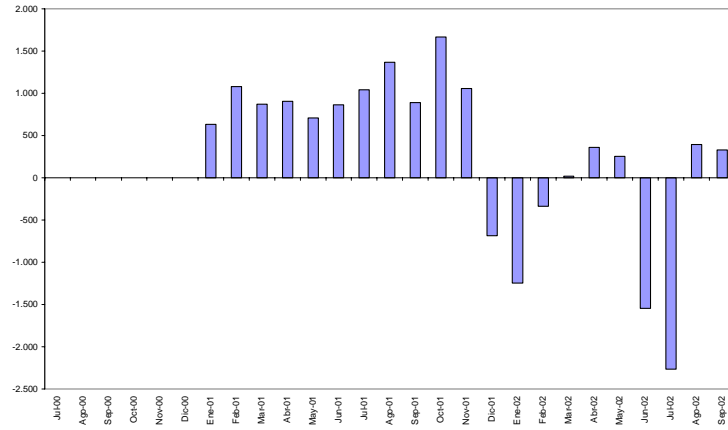




# ASAMBLEA NACIONAL

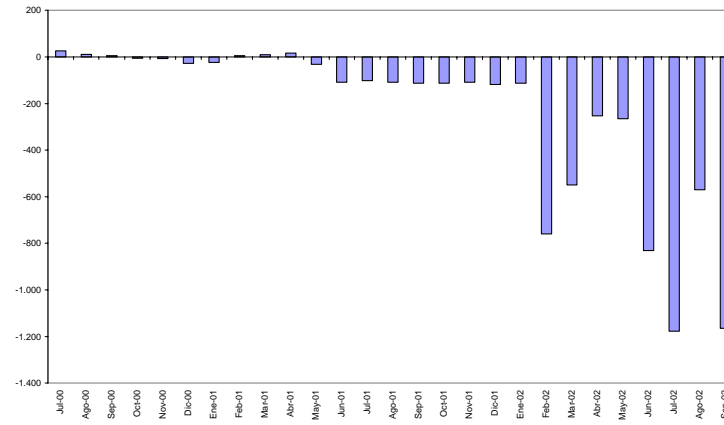
## Oficina de Asesoría Económica y Financiera

**Banco A: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)**



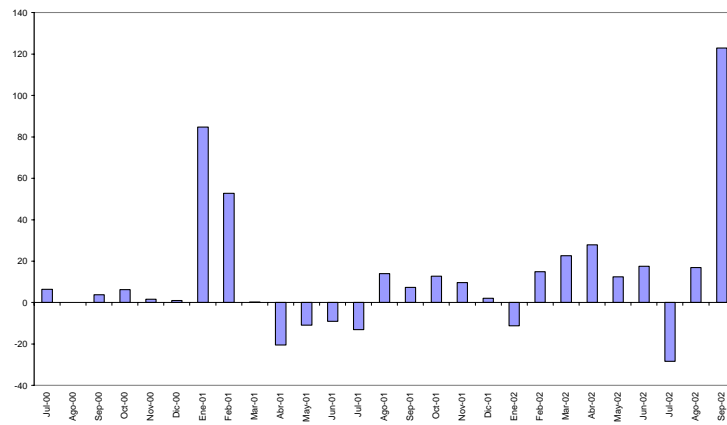
Fuente: Saif

**Banco B: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)**



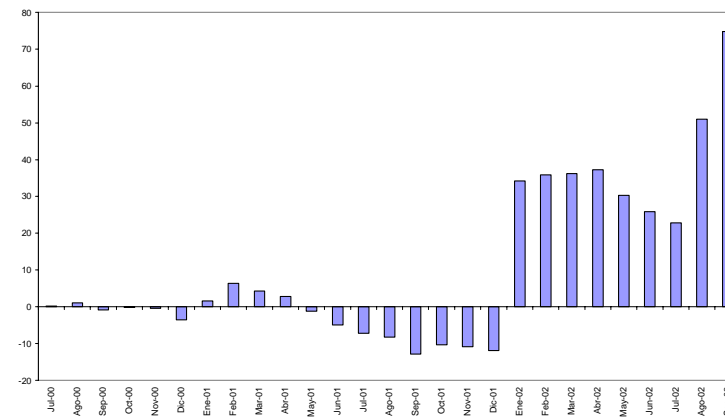
Fuente: Saif

**Banco C: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)**



Fuente: Saif

**Banco D: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)**



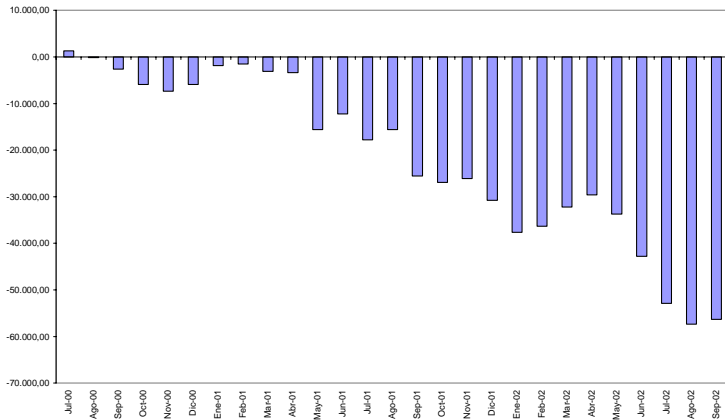
Fuente: Saif



# ASAMBLEA NACIONAL

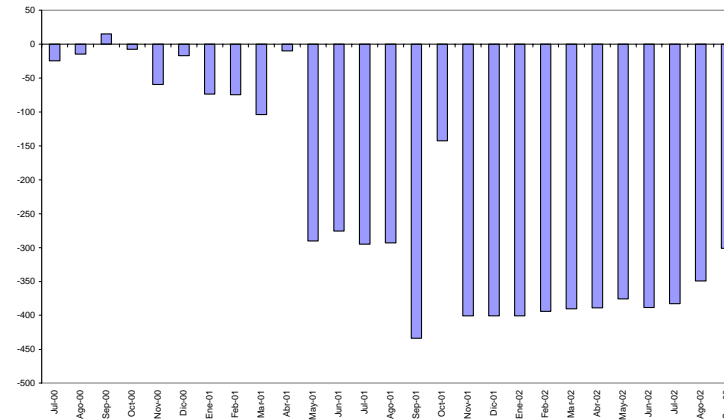
## Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Banco E: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)



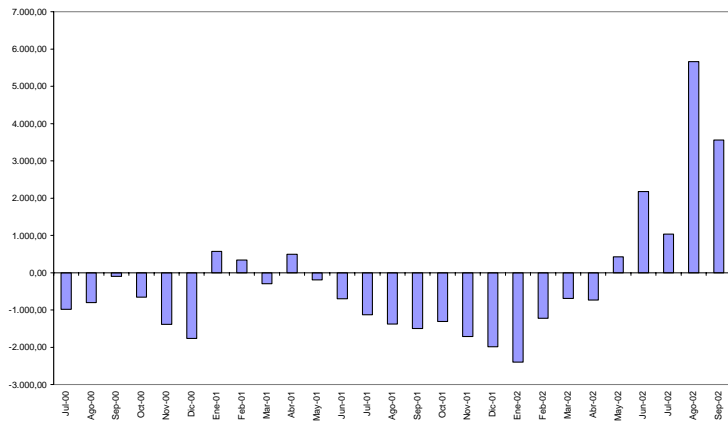
Fuente: Saif

Banco F: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)



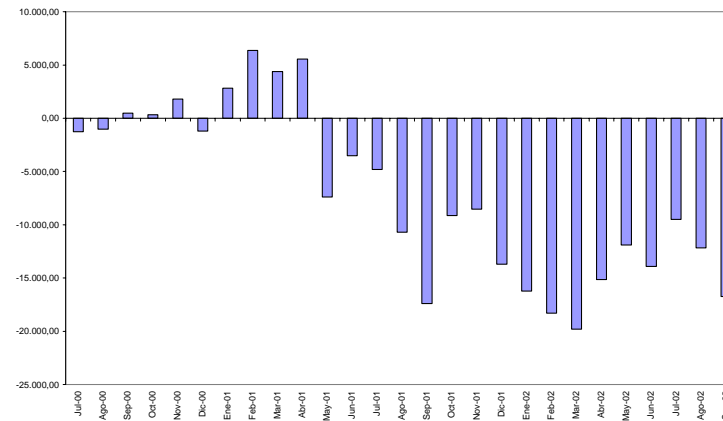
Fuente: Saif

Banco G: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)



Fuente: Saif

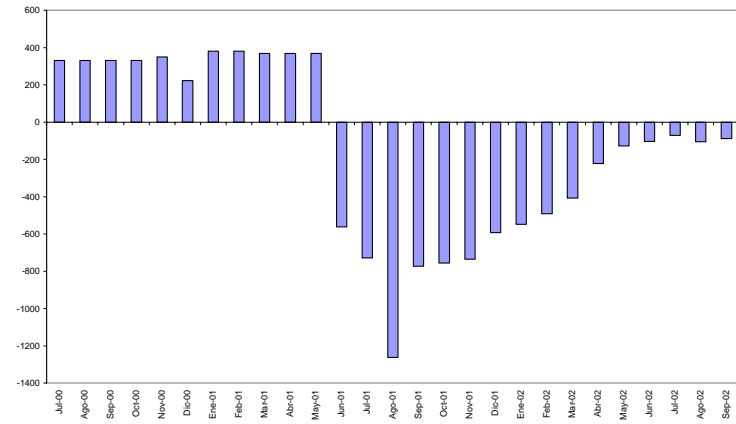
Banco H: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)



Fuente: Saif

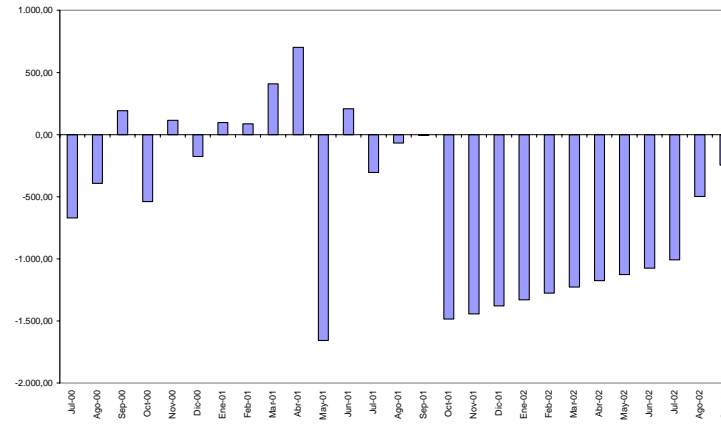


Banco I: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)



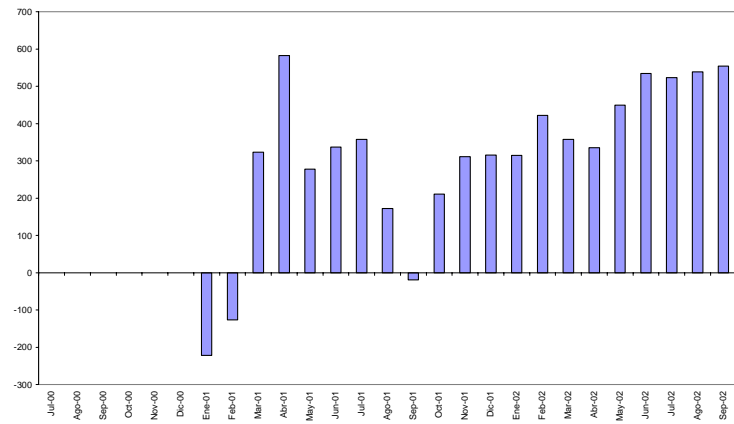
Fuente: Saif

Banco J: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)



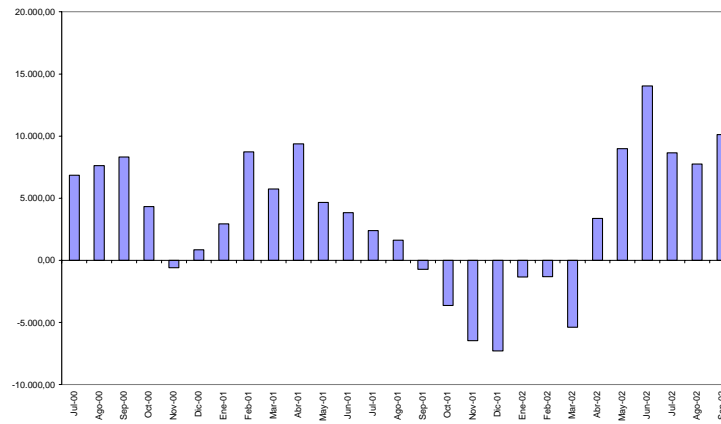
Fuente: Saif

Banco K: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)



Fuente: Saif

Banco L: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)



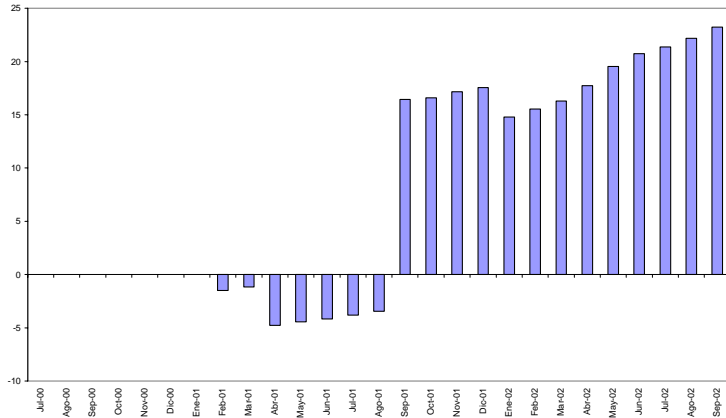
Fuente: Saif



# ASAMBLEA NACIONAL

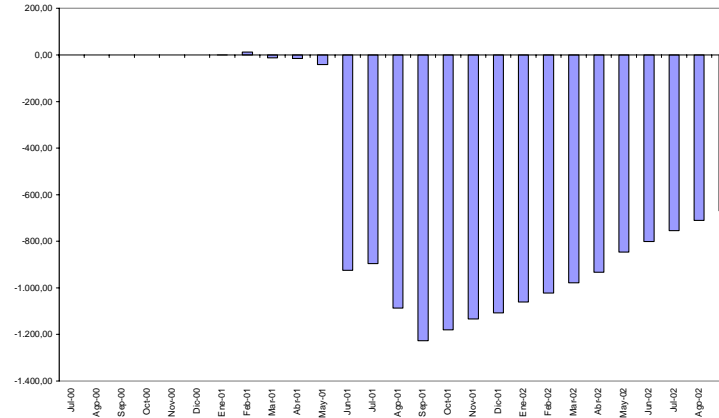
## Oficina de Asesoría Económica y Financiera

**Banco M: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)**



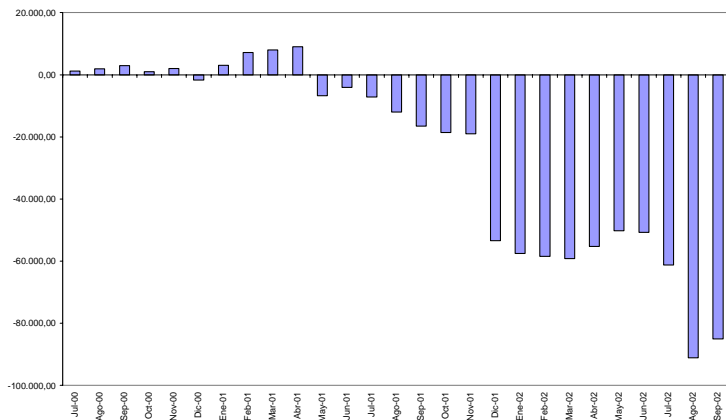
Fuente: Saif

**Banco N: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)**



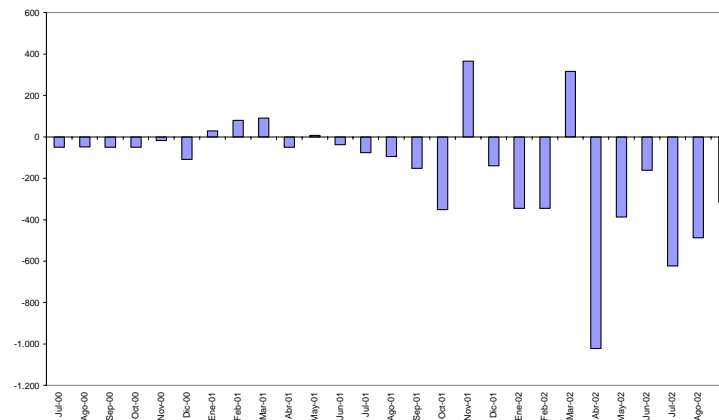
Fuente: Saif

**Banco O: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)**



Fuente: Saif

**Banco P: Ganancia o pérdida no realizada en títulos valores disponibles para la venta (millones de Bs.)**



Fuente: Saif



ASAMBLEA NACIONAL  
Oficina de Asesoría Económica y Financiera