

**REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA  
UNIVERSIDAD DE ORIENTE  
NÚCLEO DE SUCRE  
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN  
CUMANÁ ESTADO SUCRE**



**OPORTUNIDAD DE ARBITRAJE Y ESPECULACION ENTRE  
EL MERCADO PERMUTA Y EL MERCADO NEGRO EN  
VENEZUELA. PERIODO (2006–2009)**

**Presentado Por:**

**Br. Ledy J. Rodríguez**

**Br. Oswaldo J. Palmares**

Trabajo de Curso Especial de Grado presentado como requisito parcial  
para optar al título de Licenciado en Administración.

**Cumaná Julio 2010**

**UNIVERSIDAD DE ORIENTE  
NÚCLEO DE SUCRE  
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN**

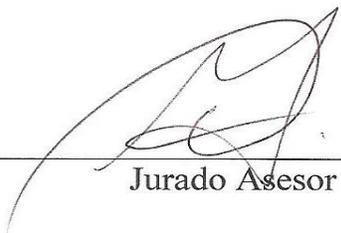


**OPORTUNIDAD DE ARBITRAJE Y ESPECULACION ENTRE  
EL MERCADO PERMUTA Y EL MERCADO NEGRO EN  
VENEZUELA. PERIODO (2006–2009).**

Autores: Br. Ledy J. Rodríguez  
Br. Oswaldo J. Palmares

**ACTA DE APROBACIÓN DEL JURADO**

Trabajo de Grado **Aprobado** en nombre de la Universidad de Oriente  
por el siguiente jurado calificador, en la ciudad de Cumaná a los 30  
días del mes de Julio de 2010.



---

Jurado Asesor

Prof. Dr. Antonina Mónica Milo  
C.I.: 8.763.465

## **Tabla de contenido**

DEDICATORIA .....	iii
AGRADECIMIENTO .....	v
LISTA DE TABLAS .....	vi
RESUMEN.....	viii
INTRODUCCIÓN .....	9
CAPÍTULO I.....	12
GENERALIDADES DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN .....	12
1.1. Planteamiento del Problema.....	12
1.2. Preguntas de Investigación.....	13
1.3. Hipótesis de Investigación .....	14
1.4. Objetivos de Investigación.....	14
1.4.1. Objetivo General .....	14
1.4.2. Objetivos Específicos .....	14
1.5. Marco Metodológico.....	15
1.6. Limitaciones.....	15
1.7. Aportes de la Investigación.....	16
CAPÍTULO II .....	17
MARCO TEÓRICO.....	17
2.1. El Mercado de Divisas .....	18
2.2. Principales Operaciones del Mercado de Divisas .....	20
2.3. Operación de Cobertura de Riesgo .....	21

## *Índice General*

---

2.4. Operaciones de Arbitraje.....	22
2.5. Operación de Especulación:.....	24
2.6. Emisión de Bonos .....	26
CAPÍTULO III.....	31
ESTUDIO EMPÍRICO .....	31
3.1. Introducción .....	31
3.2. Procedimiento y Análisis .....	32
3.2.1. Fase I: Mercado primario de títulos de deudas.....	32
3.2.2. Fase II: Mercado secundario de títulos de deudas.....	34
3.2.3. Fase III: Compra y venta en el mercado negro.....	35
3.3. Resultados .....	36
3.3.1. Bonos del Sur .....	37
3.3.2. Bonos PDVSA (2017, 2027 Y 2037) .....	42
3.3.3. Bonos Soberanos (2023 Y 2028).....	47
3.3.4. Petrobono 2011.....	51
3.3.5. Bonos Soberanos (2019 Y 2024).....	54
3.3.6. Petrobonos (2014 ,2015 Y 2016).....	58
CONCLUSIONES .....	63
BIBLIOGRAFÍA .....	66
HOJA DE METADATOS .....	68

## DEDICATORIA

*En primer lugar a Dios por ser mi guía, a Nuestra Señora de Valle por tener en ella una fe inquebrantable que me ha permitido conocer que los milagros sí existen.*

*A mis padres por hacer de mí una mujer de bien y permitirme crecer en un hogar feliz, en una familia humilde pero llena de amor.*

*A todos mis hermanos: Júpiter, Willians, Pedrito, José Luis, Wilfredo y sobre todo a mis hermanas Maribel y Petra quien en ella he visto el mejor ejemplo de unidad.*

*A mi cuñada María Benítez por ser como una hermana más y por toda su valiosa ayuda que me ha prestado en los momentos más angustiosos de mi vida.*

*A todos mis sobrinos que de una manera u otra alegran nuestro hogar; especialmente a Isabella Valentina por ser mi mayor tesoro. A mis cuñados (a) Hernán, Jesús, Juana y Lennis.*

*Al Prof. Manuel Galanton por todo su apoyo incondicional, por contar con él en todo momento y permanecer junto a mí a lo largo de la elaboración de este proyecto. Gracias por enseñarme que la constancia y continuidad son clave para el éxito.*

*A mis amigos Carlos Reyes, Carlos Geraldino, Kasandra Noriega y Leinis Zapata por conocer junto a ellos el verdadero valor de la amistad.*

***Ledy Rodríguez.***

## ***Dedicatoria***

---

*En el transcurso de mi vida he tenido pocas oportunidades de homenajear a mis seres queridos, hoy en día veo culminado uno de mis mayores logros, quiero dedicar este trabajo en forma permanente:*

*A Dios todo poderoso, por llenarme de paciencia y fortaleza en la espera de este sueño tan ansiado y por ayudarme a superar todos los obstáculos que se presentaron en el camino hacia el logro de esta meta.*

*A la memoria de mi madre, Ynes Leonett, quien sacrifico muchos momentos de su vida, para enseñarme a caminar y a defenderme. Sé que ella estará presente en mí y desde el cielo siempre guiara mis pasos.*

*A mi padre Ramón Palmares, por darme todo su apoyo y confianza de manera incondicional.*

*A mis hermanos: Yudith, José Ramón, Wilfredo y Miladis Palmares, porque ellos han sido mi motivación para buscar mi preparación personal y profesional, apoyándome moralmente, espiritualmente y económicamente, con el afán de que terminara mis estudios.*

*A mi esposa Luisa y mi hija Inés por darme el impulso de terminar mi carrera y seguir adelante.*

*A mis sobrinos, Wilfredo, Emely, Génesis, Darwin y Edwin quienes con sus gracias y encantos alegraron mi existencia en cada momento, que este triunfo le sirva de guía para su formación.*

*A mis compañeros de estudios, por compartir momentos especiales en los salones de clases especialmente a: Antonio, Héctor, Durys, Carlos, Ginny, Gustavo, Jesús, Orlando, Hildemar, Alfredo, Rafael. María, Martina, Hirmarais.*

*A mis compañeros de residencia, por compartir los malos u buenos momentos, en especial a: Gustavo, José, Juan Carlos, Juan Antonio, José Luis, Alejandro, Javier, Jonathan.*

*A todas aquellas personas que no contribuyeron para nada en mis estudios, pero cuando me veían me decían “Oswaldo cuando te vas a graduar”, también se las dedico.***LOS RECORDARE POR SIEMPRE** **Oswaldo Palmares**

**AGRADECIMIENTO**

*Mi más profundo agradecimiento a la Prof. Antonina Módica por ser pilar fundamental para la culminación de este trabajo de grado, gracias por su dedicación tan entregada que tuvo para con cada uno de los integrantes de este curso y por toda ese universo de conocimiento que nos transmitió durante cada uno de nuestros encuentros.*

*A los Prof. (a) Paulimar Tachinamo, Emilio Tineo, Elaiza Mora, y Luis Marcano por cada una de sus palabras y sus sabios consejos en los momentos precisos.*

*A mi compañero de Tesis Oswaldo, que después de tantos años de amistad, logramos juntos cristalizar uno de nuestros más grandes sueños.*

***Ledy Rodríguez***

*Doy especialmente las gracias a mi Dios Todo poderoso, a la Virgen del Valle y Santo Domingo de Guzmán, por iluminarme el camino y darme cada día la fortaleza espiritual en el largo camino transitado, gracias por el objetivo alcanzado.*

*A la Universidad de Oriente por haberme permitido realizar mis estudios en sus instalaciones y a todos los profesores que me transmitieron sus conocimientos académicos.*

*A la Prof. Antonina Módica, por confiar en mí, brindándome sus sabios conocimientos y dedicación ilimitada.*

*A mi compañera de tesis Ledy por darme la oportunidad de compartir este trabajo final con ella.*

***Oswaldo Palmares***

## **LISTA DE TABLAS**

Tabla N° 1.1: Detalles de la Emisión “Bonos del Sur” .....	37
Tabla N° 1.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Bonos del Sur” .....	41
Tabla N° 1.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Bonos del Sur” .....	41
Tabla N° 1.4: Fase III. Compra y Venta en el Mercado Negro “Bonos del Sur” ..	41
Tabla N° 2.1: Detalles de la Emisión “Bonos PDVSA (2017, 2027 Y 2037)” .....	42
Tabla N° 2.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Bonos PDVSA (2017, 2027 y 2037)” .....	45
Tabla N° 2.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Bonos PDVSA (2017, 2027 y 2037)” .....	45
Tabla N° 2.4. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Bonos PDVSA (2017, 2027 y 2037)” .....	45
Tabla N° 3.1: Detalles de la Emisión “Bonos Soberanos (2023 y 2028)” .....	47
Tabla N° 3.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Bonos Soberanos (2023 y 2028)” .....	50
Tabla N° 3.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Bonos Soberanos (2023 y 2028)” .....	50
Tabla N° 3.4. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Bonos Soberanos (2023 y 2028)” .....	50
Tabla N° 4.1. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Petrobonos 2011” .....	53
Tabla N° 4.2. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Petrobonos 2011” .....	53

## *Lista de Tablas*

---

Tabla N° 4.3. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Petrobonos 2011” .....	53
Tabla N° 5.1: Detalles de la Emisión “Bonos Soberanos (2019 y 2024)” .....	54
Tabla N° 5.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Bonos Soberanos (2019 y 2024)” .....	57
Tabla N° 5.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Bonos Soberanos (2019 y 2024)” .....	57
Tabla N° 5.4. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Bonos Soberanos (2019 y 2024)” .....	57
Tabla N° 6.1: Detalles de la Emisión “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)” .....	58
Tabla N° 6.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)” .....	61
Tabla N° 6.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)” .....	61
Tabla N° 6.4. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)” .....	61

**OPORTUNIDAD DE ARBITRAJE Y ESPECULACION ENTRE  
EL MERCADO PERMUTA Y EL MERCADO NEGRO EN  
VENEZUELA. PERIODO (2006–2009)**

Autores: Br. Ledy J. Rodríguez  
Br. Oswaldo J. Palmares  
Asesor: Prof. Dr. Antonina Mónica M.  
Fecha: Julio de 2010

**RESUMEN**

Cuando las reservas internacionales de un país se ven comprometidas por la excesiva demanda de divisas que son requeridas para satisfacer las importaciones que resultan más atractivas que la producción interna, nos indica que en el tipo de cambio está sobrevaluada la moneda local. Adicionalmente, la incertidumbre política y económica ahuyenta la inversión y fomenta la fuga de capitales. Generalmente para corregir esta situación se requiere implementar un sistema de control de cambio para superar a corto plazo el impacto negativo que se produce en la economía interna y que se refleja principalmente en la balanza de pagos. Cuando esta medida se mantiene en el tiempo se crea un mercado ilegal de divisas, generalmente conocido como mercado negro, en el que se satisfacen las necesidades de divisas que no son obtenidas a través del mecanismo oficial. El problema se agudiza cuando el tipo de cambio en ambos mercados difiere significativamente y los bienes importados son negociados al tipo de cambio del mercado negro y, muchas veces, los costos de otros bienes son imputados a este tipo de cambio aún cuando son adquiridos al tipo de cambio oficial. En Venezuela esta situación produce un efecto negativo en la economía. Desde el año 2004 se ha implementado un mecanismo permuta a través de las emisiones de títulos de deuda pública externa que pueden ser adquiridos con moneda local, a objeto de controlar el mercado negro. Esta solución ha incorporado a nuestra economía un nuevo tipo de cambio conocido como permuta y que se ubica entre el tipo oficial y el tipo de cambio del mercado negro. Las oportunidades de arbitraje se presentan cuando los precios de un activo son diferentes en dos mercados, por lo que aprovechar estas diferencias conlleva a una ganancia segura. En este trabajo de investigación se demuestran las oportunidades de arbitraje y especulación entre el mercado permuta y el mercado negro. A tal efecto se han tomado como referencia seis emisiones de títulos de deuda pública externa venezolana en el período (2006-2009). Para facilitar los cálculos se ha dividido el proceso en tres etapas: mercado primario de títulos de deuda, mercado secundario y mercado negro de divisas.

**PALABRAS CLAVES:** Tipo de Cambio, Control de Cambio, Mercado Paralelo, Mercado Negro, Mercado Permuta, Títulos de Deuda Pública Externa.

## INTRODUCCIÓN

En el contexto de la globalización, las finanzas internacionales juegan un papel de mucha importancia en la economía mundial. Desde el punto de vista de un economista, las finanzas describen los aspectos monetarios de una economía internacional. El estudio de las finanzas internacionales es parte de la formación internacional de los empresarios y ejecutivos ya que le permite entender la forma en que los acontecimientos internacionales puedan afectar los resultados financieros de una empresa y cuáles podrían ser las medidas que se puedan tomar para minimizar las consecuencias negativas.

Venezuela no escapa de esta realidad. Nuestra economía de una manera u otra está relacionada con la economía de otros países. Es inevitable que situaciones que se generen fuera de nuestras fronteras repercutan en nuestra economía y viceversa. Venezuela tiene una economía de mercado dependiente de las exportaciones petroleras, siendo su principal actividad económica la exportación y refinación petrolera, razón por la cual es muy vulnerable a las fluctuaciones de los precios de tales productos en el mercado internacional. En ese escenario, en que se registran periódicas crisis, por la recurrencia de los ciclos económicos, las consecuencias de tales crisis se reflejan sobre el desarrollo de la economía venezolana, agregándose a los enormes desajustes internos provocados por la constante inestabilidad política y el impacto de las políticas económicas.

Actualmente en Venezuela el mercado de divisas está regulado y restringido por el gobierno mediante un sistema de control cambiario que desde febrero del año 2003 se fiscaliza las operaciones que se dan con la divisa a través de la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi). El gobierno ha propuesto este control de cambio con la intención de evitar la fuga de capitales e incidir positivamente en las reservas

internacionales. La difícil situación se presenta una vez instaurado este control de cambio porque inevitablemente surge un mercado paralelo al oficial ya que en este caso el mecanismo legal autorizado por el gobierno no satisface las necesidades de monedas extranjeras que demandan los inversionistas ocasionando que estos participen con mucha frecuencia en el mercado negro. Esto crea un gran problema en la economía venezolana ya que el tipo de cambio que se maneja en el mercado negro dista significativamente del tipo de cambio oficial. Considerando que en nuestra economía la mayor parte de los bienes y servicios están valorados al tipo de cambio no oficial, esto repercute negativamente en el aparato productivo y en la inflación acumulada.

El mercado negro no está regulado por una institución o ente que supervise las transacciones que ahí se llevan a cabo, dándose situaciones en las cuales una persona adquiera cierta cantidad de divisas por determinada cantidad de bolívares fuertes y al mismo tiempo otra persona adquiera la misma cantidad de dólares pero por un precio superior al anterior que podría sobrepasar hasta un veinte por ciento de diferencia. Esto se debe en gran parte a la falta de información, transparencia y fiscalización relacionada con las operaciones que ahí se llevan a cabo.

El gobierno consciente de esto ha permitido la creación de mecanismos alternativos con el fin frenar las repercusiones negativas que el mercado negro produce en la economía interna del país. Anteriormente los ADR cantv se utilizaban como mecanismo permuta para la conversión de acciones de la empresa a “dólares cantv”. Actualmente el gobierno ha propuesto una serie de emisiones de deuda pública extranjera denominada en dólares y pagadera en moneda local, es decir, las personas que adquieran estos títulos valores en bolívares fuertes reciben dólares. Esto con el fin de satisfacer la demanda por parte de las empresas y personas naturales que no han podido acceder al mecanismo oficial y de esta manera propiciar una baja en el tipo de cambio del mercado negro.

## *Introducción*

---

En este trabajo de investigación se presenta el análisis de seis emisiones de bonos realizadas por el Gobierno Nacional y PDVSA, durante el periodo (2006–2009) para verificar que tan rentables son para los inversionistas cuando participan en esta inversión y aprovechan las oportunidades de arbitraje que se presenta en el mercado negro.

Es importante resaltar que esta investigación ha sido realizada con fines académicos para verificar la existencia de una distorsión que viene presentándose en la economía venezolana. No debe ser tomado como incentivo para participar en este tipo de operación que involucra al mercado negro por su carácter de ilegalidad.

La presente investigación consta de tres capítulos estructurados de la siguiente manera. En el capítulo I se plantea el problema de nuestra investigación, el desarrollo de las hipótesis, el marco metodológico a utilizar en la investigación, la justificación y otros elementos. En el capítulo II se describe el marco teórico haciendo referencia en el control de cambio, los instrumentos permuta y las estrategias de arbitraje. En el capítulo III se desarrolla el estudio empírico. Finalmente se puntualizan las conclusiones del trabajo de investigación y se presenta la bibliografía consultada.

## **CAPÍTULO I GENERALIDADES DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN**

### **1.1. Planteamiento del Problema**

En el contexto de la globalización las finanzas internacionales han tomado cada vez una mayor importancia ya que el flujo de bienes, servicios y capitales entre los países permite compensar las debilidades y desventajas de un país con las fortalezas y ventajas de otros países.

En Venezuela actualmente nos encontramos con un sistema de control de cambio que limita las relaciones internacionales por las restricciones en la adquisición de divisas. Es importante resaltar que nuestra economía tiene unas características específicas: somos no exportador, tenemos un aparato productivo en recesión y dependemos significativamente de las importaciones.

Esta medida de control de cambio fue implementada por una parte: por la fuerte presión de la demanda de divisas derivadas de las importaciones, salida de capitales, remesas a familiares y en especial por la desconfianza en el mercado producto de la crisis política que se vivió durante finales de 2002 e inicios del 2003. Y por la otra, por las limitaciones en el crecimiento de la renta petrolera y por la disminución significativa en las reservas internacionales. Ante esta situación la medida contempló establecer un tipo de cambio fijo administrado por CADIVI.

Ante la presión del mercado con una desenfrenada demanda de divisas surge el mercado paralelo en el cual las personas compran y venden divisas sin que intermedie ninguna institución financiera o casa de cambio. En este mercado puede que dos personas compren divisas el mismo día con una diferencial de más de 20%.

El problema radica en que el tipo de cambio del mercado paralelo dista mucho del tipo de cambio oficial. Esto afecta significativamente nuestra economía ya que la mayor parte de los bienes y servicios que se comercian están valorados al tipo de cambio paralelo, esto repercute negativamente en el PIB, la balanza de pago, las reservas internacionales, la inflación y las tasas de interés.

El gobierno consciente de este problema ha permitido mecanismos alternativos para influir en el tipo de cambio del mercado paralelo y aliviar los problemas coyunturales de la economía interna. Entre estos mecanismos se encuentran la colocación en el mercado nacional de deuda pública externa.

En este sentido, el gobierno a través del BCV interviene en el mercado paralelo ofertando divisas con la emisión de títulos de deuda pública externa con la intención de controlar el tipo de cambio del mercado paralelo.

### **1.2. Preguntas de Investigación**

¿Cuáles son las características de los bonos de la deuda pública externa venezolana colocados desde enero del año 2009?

¿Cuál es el costo total para un inversionista que participa en la adjudicación de bonos de la deuda pública externa?

¿Cuál es el valor monetario neto en divisas percibidos por el inversionista cuando vende estos instrumentos en el mercado secundario de bonos?

¿Cuál es el costo neto en bolívares fuertes por cada dólar efectivamente obtenido por el inversionista?

¿Cuál es la cotización diaria del tipo de cambio del mercado paralelo desde enero del año 2009?

¿Existen oportunidades de arbitraje o de especulación entre el mercado permuta y el mercado paralelo?

### **1.3. Hipótesis de Investigación**

“Si existe oportunidades de arbitraje y especulación entre el mercado permuta y el mercado negro cuando se emiten bonos de la deuda pública externa en Venezuela”

### **1.4. Objetivos de Investigación**

#### **1.4.1. Objetivo General**

Demostrar que existen oportunidades de arbitraje y de especulación entre el mercado permuta y el mercado negro en Venezuela

#### **1.4.2. Objetivos Específicos**

- Conocer los fundamentos de un control de cambio y la teoría de la especulación, arbitraje y cobertura de riesgo.
- Conocer todos los fundamentos teóricos relacionados con los bonos de deudas como medio alternativo de un mercado paralelo.
- Identificar las características de los bonos colocados.
- Identificar el tipo de cambio diario del mercado paralelo a partir de enero de 2009.
- Calcular el precio definitivo de cada dólar en el mercado permuta.

- Comparar los cambios del dólar permuta con el mercado paralelo.
- Analizar las diferencias y las oportunidades de arbitraje y especulación

### **1.5. Marco Metodológico**

Tipo: Documental

Nivel: Descriptivo y Explicativo

Fuentes de información:

Secundaria (bibliográficas y electrónicas)

Técnicas: recolección y fichaje

Instrumentos: papel, fichas, ofimática

Procesamiento y análisis de datos:

Técnicas de análisis (inductiva-deductiva)

Presentación de los resultados: tablas

### **1.6. Limitaciones**

El tiempo que se dispone para el desarrollo de esta asignatura “Curso Especial de Grado” es nuestra principal limitación.

Las fuentes de información relacionadas con los detalles de los bonos ya emitidos.

Los costos relacionados con las comisiones de las operaciones financieras involucradas no son accesibles.

La ley de ilícito cambiario.

La información referente a la cotización de dólar paralelo no es accesible para el momento de los cálculos.

### **1.7. Aportes de la Investigación**

Con esta investigación buscamos ofrecer a todo el colectivo de la Escuela de Administración, del Núcleo de Sucre, de la Universidad de Oriente una gama de conocimientos nuevos y actualizados sobre la emisión de bonos de deudas públicas. De igual manera que dicha investigación sirva de marco de referencias para futuras investigaciones.

## **CAPÍTULO II MARCO TEÓRICO**

Al culminar la II guerra mundial Europa quedo destrozada y existía una fuerte fuga de capital, razón por la cual, en el año 1.944 se firmo el acuerdo conocido como Bretton Woods, con el fin de establecer un estabilidad monetaria internacional, en este tratado se fijo el precio de dólar estadounidense al precio del oro.

El día 15 de Agosto de 1.971 el Presidente de los Estados Unidos Richard Nixon, anuncia la suspensión de la convertibilidad del dólar por oro, tal anuncio trajo consigo el surgimiento del mercado cambiario moderno, en el cual el dólar ya no era intercambiable por oro, con lo cual hubo un aumento en la variación de las tasas de cambio es decir, un aumento de la volatilidad y por ende un brote de oportunidades de transacción. Luego del colapso del Acuerdo Smithsonian, suscrito el 18 de Diciembre de 1.971; en este acuerdo se convino devaluar el dólar en un 10%, revaluar el marco, florín, el franco belga y el yen e introducir el sistema de tipo de cambios centrales. Este acuerdo contempla un sistema real de tasas flotantes entre los principales países industrializados, lo que significo que el valor relativo de las monedas iba a ser determinado por las fuerzas de oferta y demanda.

Para el año 1.973, las fuerzas de la oferta y la demanda controlaban las divisas de los principales países industrializados, las cuales fluctuaban más libremente entre los países. Los precios fluctuaban a diario, mientras los volúmenes, la velocidad y la volatilidad de los precios iban en aumento en la década de 1970, a la vez que surgían nuevos instrumentos financieros, se desregularizaban los mercados y se liberalizaban las operaciones.

Para la década de los 80, con el uso de la tecnología moderna las operaciones en los mercados fueron creciendo y ampliándose cada día más y ya no existen fronteras

entre ningún mercado para realizar cualquier tipo de operaciones financieras, y nace lo que hoy en día conocemos como el mercado de divisas.

### **2.1. El Mercado de Divisas**

Divisas es toda moneda extranjera deferente de la local, ya este materializada en billetes, documentos de pagos o saldo bancario. Su principal característica es su convertibilidad, es decir, la posibilidad de ser intercambiada por otras divisas sin limitaciones respecto a su origen, cantidad o plazo.

Según García (1.999, p.197) afirma que el Mercado de divisas “Es el mercado financiero en el que se establece el valor de cambio de las monedas en que se van a realizar los flujos monetarios internacionales. Por tanto es el mercado en el que se intercambian monedas, no físicamente, o relación llamado tipo de cambio”.

En este mismo sentido el autor Carbaugh (2.004, p 357 ) señala que el mercado de divisas se refiere al marco institucional, donde las personas, las empresas, los gobiernos y los bancos compran y venden divisas extranjeras y otros instrumentos de la deuda.

Un mercado de divisas típico funciona en tres ámbitos: las transacciones entre bancos comerciales y sus clientes comerciales que son los demandantes y oferentes finales de las divisas; el mercado ínter bancario nacional que opera con intermediarios y por último las operaciones de divisas con banco del exterior.

Los grandes bancos que manejan divisas normalmente no tratan directamente entre sí, sino que emplean intermediarios de divisas (bróker). El objetivo que se persigue es que estos permiten a los bancos operadores mantener adecuados saldos de divisas. Si en un momento dado el banco no cuenta con un nivel de liquidez

adecuado, pueden acudir a unos intermediarios para comprar más divisas o para vender el excedente.

El mercado de divisas es un mecanismo que permite, de un modo impersonal y eficiente, poder adquirir divisas, facilitándose con esto el comercio internacional, pues se transfiere poder de compra de una moneda a otra, pudiendo así los agentes de un país realizar ventas, compras y otros tipos de negocios con los agentes de otras naciones. El mercado cambiario juega un papel importante para el adecuado desenvolvimiento de los agentes económicos en sus transacciones internacionales, y, en general, para toda la economía. En este sentido se puede decir que su principal función es la de ser un mecanismo a través del cual se puede adquirir poder de compra en una moneda extranjera, es decir, brinda la posibilidad de efectuar pagos denominados en unidades monetarias de otras naciones. Por otro lado, realiza una función de crédito en el sentido de que gran cantidad de las transacciones internacionales se efectúan empleando las facilidades de crédito que brinda el mercado cambiario. Esto es necesario debido a que las mercancías requieren de cierto tiempo para ser trasladadas de un país a otro, esa es la razón por la que se ha creado una serie de mecanismos como cartas de crédito, letras de cambio, entre otros.

En el Mercado de Divisas participan distintos agentes entre los cuales podemos nombrar: empresas industriales y comerciales; bancos comerciales y bancos de inversión, bróker (casas de bolsas); agencias gubernamentales y el banco central. De igual manera existen tres (3) tipos de actores dentro del mercado, los cuales son: Helgers (cobertura de Riesgo); Especuladores y Arbitradores.

### **2.2. Principales Operaciones del Mercado de Divisas**

Operaciones a plazo: Son operaciones en las que, entre el momento de la contratación y el de la liquidación, transcurre un período de tiempo suficientemente dilatado como para hacer posible y conveniente la existencia de un mercado secundario.

Operaciones a medida: Esta característica equivale a que las partes contratantes eligen libremente el activo subyacente seleccionado, la cantidad del mismo, su precio y la fecha de vencimiento. Este nivel de concreción permite, siempre que se encuentre contrapartida, una adecuación sumamente exacta a las necesidades de cada operador, garantizándole un precio de compraventa para el instrumento deseado, en la cantidad precisa y exactamente en la fecha futura buscada.

Operaciones con riesgo de liquidación: con las características antes citadas, las dos operaciones con derivados presentan suficientes niveles de riesgo de liquidación como para tener que seleccionar cuidadosamente el otro participante en la operación.

Operaciones con fuerte apalancamiento: Esta característica se pone de manifiesto considerando que ambas operaciones ofrecen la posibilidad de beneficios teóricamente ilimitados sin ningún desembolso inicial, en el caso de las compraventas a plazo, o pagando una prima relativamente pequeña, en el caso de la compra de opciones.

El tipo de operación que tiene más posibilidades de presentarse dentro del mercado de divisas son: riesgo de cobertura, la especulación y el arbitraje.

En Venezuela además del mercado de divisas oficial administrado por Cadivi existen dos mercados paralelos: uno conocido como el mercado negro y otro conocido por mercado permuta. El mercado negro es aquel en donde participan ofertantes y demandantes, fuera del mercado de la legalidad para la compra y venta

de divisas, mientras que el mercado permuta es un mecanismo dentro del marco de la legalidad, a través del cual se utiliza un instrumento financiero (bonos de la deuda pública externa) denominado en una divisa pero transable en moneda local (BsF).

### **2.3. Operación de Cobertura de Riesgo**

De acuerdo a la definición de Hernández (2.003, p.226) el riesgo de cambio económico o riesgo de mercado de divisas es cuando una moneda muestra un comportamiento negativo, lo cual provoca en una empresa una disminución de sus ingresos o un incremento de los costes así como una pérdida de competitividad frente a otros concurrentes extranjeros. En una economía abierta todas las empresas que mantienen una actividad exterior están expuestas al riesgo de mercado, siendo sus consecuencias ajenas a las decisiones que tome la propia empresa.

Para el autor Chancellor (1.999, p.39) el riesgo no siempre es sinónimo de quebranto ya que las oscilaciones que se producen en la paridad de las divisas pueden proporcionar, en ocasiones, beneficios a los exportadores. Por este motivo a la hora de fijar sus políticas sobre el seguro de riesgo de cambio, el empresario debe analizar dos situaciones, sin contar con la posibilidad existente de no cubrir con el riesgo, actitud que representa una operación especulativa no justificada.

Cobertura selectiva: Esta modalidad de cobertura implica para el exportador aplicar un criterio de selección sobre la base de un análisis individualizado de cada operación, para aprovecharse si llega el caso, de los beneficios que reportan las posibilidades devaluatorias. En este sistema hay que considerar también el margen comercial previsto, los costes de aseguramiento y la evolución de los posibles riesgos, materializando su cobertura en cualquier momento de la operación, bien por la totalidad o solo una parte de su importe.

Cobertura Sistemática: El aseguramiento automático del riesgo de cambio en todas las operaciones no siempre resulta oportuno debido a que pueden perderse las posibilidades devaluatorias.

### **2.4. Operaciones de Arbitraje**

Según Tuckern (2.001, p .173), “El arbitraje es la práctica por medio del cual se obtiene una utilidad al comprar un bien a un precio bajo y revenderlo a un precio más alto”.

En este mismo orden de idea Antrazyt (2.003, p. 42), define arbitraje como operaciones que tienen por objeto establecer un precio único, por ejemplo un solo tipo de cambio entre dos monedas, o un solo tipo de interés entre dos países. Normalmente gracias a la competencia existe un precio único en cada mercado. Si los mercados financieros de cada país tuvieran totalmente integrado al extremo de formar un mercado único a escala mundial, habría un precio mundial único para cada título o moneda intercambiada.

Las operaciones de arbitraje son muy corrientes encontrarla en el mercado de divisas, el cual busca adquirir una moneda extranjera para luego revenderlo en otro mercado a un precio superior. En esta actividad el arbitrajista no corre riesgo alguno ya que compra y vende sin utilizar sus fondos porque este vende antes de que pagar la compra.

El arbitraje se realiza, entre otras, con monedas, metales, títulos, obligaciones y cualquier otro género de valores negociables. Permite al sistema el establecimiento de una nivelación armónica, entre las cotizaciones en diferentes plazas o lugares, gracias a la intercomunicación de los mercados y sus instituciones, generando operaciones

que pueden ser liquidadas al contado o a plazo. En el último de los casos, las fechas de vencimiento deben ser cumplidas a cabalidad por las partes que intervienen.

Tipos De Arbitrajes:

- Arbitraje de Dos Puntos:

Es un mecanismo utilizado en el mercado de divisas, el cual consiste en comprar y vender simultáneamente un activo en dos mercados diferentes para aprovechar la diferencia de precios entre los dos mercados. Una de las principales ventajas del arbitraje es que no implica riesgo ni movilización de capital. El arbitraje de dos puntos consiste precisamente cuando las tasas de cambio difieren en dos distintos centros de cambio. Por ejemplo, si en Nueva York se tiene que se cambia USUS\$1 por ¢190, y en San José la tasa de cambio es de USUS\$1 por ¢192, entonces el arbitraje consistiría en comprar dólares en Nueva York, donde son más baratos en términos de colones, para venderlos en Costa Rica y ganarse ¢2 por cada dólar, sin embargo pronto los precios tenderán a igualarse.

- Arbitraje de Tres puntos o triangular:

Es aquel en el cual se dan tipos de cambio inconsistentes, pues aunque prevalezcan los mismos precios en todos los centros financieros se da lugar al arbitraje. Si se diera, por ejemplo, que en tanto en San José como en Nueva York se vende US\$1 por ¢190, o US\$1 por 2 marcos alemanes (DM), y el marco se vende por ¢100, entonces podría venderse US\$1 por 2 marcos, para vender los 2 marcos por ¢100 colones cada uno y tener ¢200, y poder comprar otra vez el dólar original a ¢190 y haberse ganado ¢10.

Características del Arbitraje:

- No implica ningún riesgo para el arbitrajista.
- No inmoviliza el capital para proporcionar ganancia.
- Incluso en un mercado eficiente, las oportunidades de arbitraje surgen con frecuencia, pero duran poco tiempo.
- El arbitraje es posible cuando al menos una de las siguientes condiciones se cumple:
- El mismo activo no se transa al mismo precio en distintos mercados.

Dos activos que producen el mismo flujo de efectivo no se transan al mismo precio.

Un activo con un precio conocido en el futuro no se transa hoy a su precio futuro descontado a la tasa de interés libre de riesgo.

### **2.5. Operación de Especulación:**

El autor González (1.999, p.56) señala que es el conjunto de operaciones comerciales o financieras que tienen por objeto la obtención de un beneficio económico, basado en las fluctuaciones de los precios. Un especulador no busca disfrutar del bien que compra, sino beneficiarse de las fluctuaciones de su precio. En sentido extenso, toda forma de inversión es especulativa; sin embargo, se suele limitar el término a aquella inversión que no importa ninguna clase de compromiso con la gestión de los bienes en los que se invierte, limitándose al movimiento de capitales.

Es una toma consciente de posiciones para ganar con el cambio esperado del precio. El especulador compra una divisa (posición larga)], si piensa que su precio va a subir y vende la divisa (posición corta), si piensa que su precio va a bajar. La mayor parte de la especulación tiene lugar en el mercado de futuros y de opciones. El mercado spot también proporciona muchas oportunidades para la especulación.

Para distinguir este concepto con exactitud, será necesario distinguirlo de otros afines:

No es especulación:

Comprar una casa con el fin de vivir en ella, y después con el pasa de los años, cuando ya no se necesite, venderla a un precio más elevado ya que en esta situación el propósito de la venta no era obtener ganancia alguna sino era para el uso del activo.

Comprar acciones en una empresa para recibir beneficios ordinarios de esa organización. Si fuera el caso de que la empresa tiene la política de retener la mayor parte de sus beneficios y dichas acciones aumentarán de manera progresiva a medida que los beneficios retenidos aumentarán.

La Especulación es distinta al Arbitraje, el arbitraje ocurre cuando un individuo observa que un activo tiene precios diferentes en distintos mercados y este procede comprar en uno de ellos para vender en el otro.

Igual que en el caso del arbitraje, la especulación es la actividad principal de algunos agentes de divisas. Sin embargo, la mayor parte de la especulación está a cargo de los agentes de divisas bancarios y no bancarios, como una actividad secundaria.

A diferencia del arbitraje, la especulación involucra el riesgo y la necesidad de inmovilizar el capital. El especulador compra en un momento y vende en otro,

después que el precio ha variado. La especulación es una apuesta sobre la variación futura de los tipos de cambio. Si la expectativa se cumple, el especulador logra una ganancia. Si la expectativa no se cumple, el especulador pierde.

Según la teoría económica, en la mayoría de los casos la especulación desempeña un papel positivo en la economía. Mientras que el arbitraje contribuye a igualar los precios en todos los mercados, la especulación aumenta la liquidez, facilita un ajuste más suave de los precios a las circunstancias cambiantes y permite redistribuir el riesgo.

### **2.6. Emisión de Bonos**

Antes de hacer referencia acerca de la emisión de bonos debemos definir lo que es un bono tal como lo señala Gitman, Joehnk y Aguado (2.005, p.252) los son deudas de títulos a largos plazos negociados públicamente, en los que el emisor se compromete a pagar una cantidad fija de interés durante un determinado periodo de tiempo y al devolver el principal al vencimiento. Como cualquier tipo de instrumento, los bonos proporcionan a los inversores dos tipos de rentabilidad: proveen una generosa cantidad de rentas corrientes y con un entorno de mercado adecuado también puede utilizarse para generar cantidades sustanciales de ganancias de capital.

Los bonos se emiten bajo distintas denominaciones, por muy diversas entidades, incluido el tesoro público, distintos niveles de la administración pública y empresas. Como cualquier otro tipo de instrumentos de inversión, los bonos proporciona a los inversores dos tipos de rentabilidad: (1) proveen una generosa cantidad de rentas corrientes y (2) con un entorno de mercado adecuado, también puede utilizarse para generar cantidades sustanciales de ganancias de capital.

En el caso de Venezuela el BCV emite Bonos para mantener a raya el precio del Dólar Paralelo y las presiones en general sobre el Mercado Paralelo de divisas, luego que el pasado 8 de Enero del 2.010 fuera aumentado el precio del Dólar Oficial y fueran establecidos dos tipos de cambio oficial, uno básico en BsF. 2,6 por unidad y el llamado "Dólar Petrolero" o "Dólar Viajero" en BsF. 4,6 por unidad. Una vez hecha esta devaluación para nadie era un secreto que el próximo paso del Gobierno Nacional era la Emisión de Bonos tal como la historia lo afirma, este hecho fue similar entre los años 1983 – 1988 y 2004 – 2005.

Entre un hecho histórico ocurrido durante estas emisiones podemos señalar las dos que se realizaron en el año 2003 por un monto total de 2.500 US\$, la primera emisión estaba dirigida para cancelar vencimientos de bonos Brady y en el segundo, para cubrir el servicio de deuda interna, para ese entonces el cambio oficial era 1.600 Bs/US\$, con tales emisiones se buscaba intervenir en el mercado paralelo tal cual como se quiere ahora, y se dio continuidad a esta práctica durante los años 2.005, 2.006 y 2.007.

Hay que resaltar como hecho curioso que durante los años 2.006 y 2.007 se adjudicaron notas estructuradas, las cuales son herramientas financieras que constan de Bonos combinados de la deuda pública de Argentina, Ecuador y Venezuela denominados en dólares que el gobierno viene adjudicando a instituciones financieras para apaciguar las necesidades de Divisas en el mercado. Con esto el Gobierno cumplió su objetivo de disminuir el tipo de cambio paralelo, con las ganancias obtenidas el Gobierno se permitió en primer lugar disminuir las perdidas luego de adquirir de la deuda ecuatoriana y por otro lado cambiar esas divisas a un tipo de cambio superior al mercado oficial; para ese entonces esto represento una violación del Decreto N° 3.854 de fecha 26 de Agosto del 2.006, donde no se contemplan la adquisición de deuda externa de otros países.

Luego del anuncio del Presidente de la devaluación de la moneda nacional frente al dólar, se hizo el anuncio de la emisión de las subastas de bonos. La primera emisión se hizo el día 13 de Enero del 2010 por un monto de 50.000.000US\$, las que le siguieron tienen mucha similitud de acuerdo a sus características generales. Con esta primera emisión por parte del Banco Central de Venezuela el mercado paralelo de la divisa estadounidense perdió fuerza y se logró estabilizarse en un promedio del 24% según el B.C.V pero este efecto duro poco lo cual quiere decir que en esos momentos existía una demanda superior de dólares de lo que se ofreció. Para muchos expertos en la materia la intervención debe mantenerse constante para evitar el aumento del dólar permuta. Si se mantiene este mecanismo esa cotización del dólar permuta tendrá sus altas y sus bajas, pero esa variación no será en las cifras astronómicas que acostumbraban, por el contrario, el mercado tenderá a estabilizarse en un precio que no supere la actual cotización.

Todo este panorama en el país se debe a que el mercado de divisas está regulado y restringido por el gobierno mediante un control cambiario el cual es una intervención oficial en el mercado, de tal manera que los mecanismos normales de oferta y demanda, quedan total o parcialmente fuera de operación y en su lugar se aplica una reglamentación administrativa sobre compra y venta de divisas, que implica generalmente un conjunto de restricciones tanto cuantitativas como cualitativas de una entrada y salida de cambio extranjero. Entre los distintos controles de cambios podemos mencionar:

- **Control de Cambio absoluto:** Es la reglamentación total de la oferta y la demanda de divisas, es prácticamente imposible de implementarla, por las inevitables y múltiples evasiones y filtraciones que tienen lugar cuando la economía no es enteramente centralizada.

- **Control parcial o mercado paralelo:** Es el control parcial determinante de la oferta de divisas, a precios determinados, con cuyas divisas se atienden necesidades esenciales de la economía; y un mercado marginal, es permitido en el cual se compran y venden cantidades de divisas sorprendentes de operaciones que se dejan libres, y se determinan precios de mercado; este mercado paralelo o marginal, se autoriza para impedir el funcionamiento del mercado negro.
- **Cambios múltiples:** Es aquel en que para cada grupo de operaciones, de oferta y demanda, se fija un tipo de cambio, todos preferenciales y entrada de capital, y para determinadas importaciones y salida de capital; tipo no preferenciales para las operaciones restantes.
- **Cambio rígido:** Es aquel cuyas fluctuaciones están contenidas dentro de un margen determinado. Este es el caso de patrón oro, en que los tipos de cambio pueden oscilar entre los llamados puntos o límites de importación o exportación de oro, por arriba o por debajo de la paridad. Si los tipos de cambio excedieran de dichos límites ocurrirían movimientos de oro que harían volver a las cotizaciones al margen determinado. Su funcionamiento exige la posibilidad concreta de dichos movimientos de oro y se asegura además, mediante un mecanismo operativo de movimientos de capital a corto plazo, ligados a una relación entre los tipos de cambio y las tasas monetarias de interés.
- **Cambio flexible:** Es aquel cuyas fluctuaciones no tienen límites precisamente determinados, lo que no significa que tales funciones sean ilimitadas o infinitas. Es el caso del patrón de cambio puro y del papel moneda inconvertible. Son los propios mecanismos del mercado cambiario y, en general la dinámica de las transacciones internacionales del país, los que, bajo

la condición esencial de la flexibilidad, permiten una relativa estabilidad de los cambios, dadas las elasticidades de oferta y demanda de los diversos componentes de la balanza de pagos.

- **Cambio fijo:** Es aquel determinado administrativamente por la autoridad monetaria como el Banco Central o el Ministerio de Finanzas y puede combinarse tanto con demanda libre y oferta parcialmente libre como con restricciones cambiarias y control de cambios.
- **Cambio único:** Este rige para todas las operaciones cambiarias, cualquiera que sea su naturaleza o magnitud. Se tolera cierta diferencia entre los tipos de compra y de venta de la divisa como margen operativo para los cambistas en cuanto a sus gastos de administración, operación y beneficio normal. El ideal del Fondo Monetario Internacional es este tipo de sistema, que no admite discriminación en cuanto a la fuente de origen de las divisas, ni en cuanto a las aplicaciones de las mismas en los pagos internacionales.

Las razones para establecer un control de cambio, entre otra, podemos mencionar:

- Evitar la fuga de capitales al exterior, y por lo tanto impedir la disminución de las reservas internacionales.
- Evitar el aumento de los precios, productos de la devaluación de la moneda nacional.
- Defender el valor del bolívar frente a los ataques especulativos.
- Ejercer un control sobre ciertos tipos de importaciones, que podrían considerarse no prioritarias..

## **CAPÍTULO III ESTUDIO EMPÍRICO**

### **3.1. Introducción**

El objeto de estudio de esta investigación es determinar las oportunidades de arbitraje entre los títulos de deuda pública externa utilizados como mecanismo permuta y el mercado negro. El periodo estudio es (2006-2009). Nuestra muestra de estudio está conformada por seis emisiones de deuda externa por parte del Gobierno de la República Bolivariana de Venezuela y por Petróleos de Venezuela, SA., las cuales se mencionan a continuación:

- Bonos del Sur
- Bonos de PDVSA (2017, 2027 y 2037)
- Bonos Soberanos (2023 y 2028)
- Petrobonos 2011
- Bonos Soberanos (2019 y 2024)
- Petrobonos (2014, 2015 y 2016)

El tipo de cambio oficial en el periodo es de 2,15 BsF/\$. El tipo de cambio del mercado negro ha sido obtenido de la dirección electrónica [<http://venezuelafx.blogspot.com>] tomando como referencia el promedio entre el precio de compra y el de venta. Asimismo, para unificar la variable en el periodo de estudio los datos de las cotizaciones están expresados en BsF. Para demostrar si existen oportunidades de arbitraje se tomó como referencia el tipo de cambio entorno

a 15 días aproximados después de liquidada la emisión respectiva. La comisión de intermediación tanto para participar en el mercado primario como en el mercado secundario ha sido estimada en un 1% del valor de la transacción en virtud de no disponer de la información exacta. La cotización de los bonos en el mercado secundario ha sido estimada con un descuento sobre de la información actual, ya que no se dispone del histórico de las cotizaciones.

### **3.2. Procedimiento y Análisis**

A objeto de analizar las posibilidades de arbitraje entre el mercado de deuda y el mercado negro de divisas, hemos planteado el análisis en tres fases. La primera fase consiste en determinar el costo de operar en el mercado primario para adquirir los títulos de deudas pública externa. La segunda fase contempla los costos implícitos en la participación en el mercado secundario para vender los títulos de deuda externa y así disponer de liquidez en dólares y finalmente, en la tercera fase, se considera la transacción en el mercado negro de divisas.

A continuación se describe detalladamente el procedimiento matemático para determinar los costos implícitos para las oportunidades de arbitraje y especulación entre el mercado negro y el mercado permuta en cada una de las fases antes señaladas:

#### **3.2.1. Fase I: Mercado primario de títulos de deudas.**

El gobierno de la Republica Bolivariana de Venezuela y PDVSA entre otras instituciones gubernamentales pueden a través del Ministerio de Finanzas y el Banco Central de Venezuela (BCV) emitir títulos de la deuda pública en el mercado

nacional, en los que particulares y empresas privadas pueden optar a estos títulos a través de un intermediario que puede ser un banco comercial o una casa de bolsa. En este sentido, los inversionistas nacionales entregan bolívares fuertes a cambio de que el emisor entregue un título de deuda pública denominado en moneda extranjera.

Una vez que los inversionistas nacionales son titulares o poseedores de estos títulos, se encuentran con la interrogante sobre qué hacer con estos instrumentos. Estos tienen dos opciones: por una parte pueden conservarlo como una inversión hasta su fecha de vencimiento a cambios de los intereses recibidos, cupones y la amortización del valor nominal. Por otra parte pueden acudir al mercado secundario internacional para vender estos títulos de deuda pública externa y obtener liquidez.

Los cálculos correspondientes a la primera fase están reflejados en las respectivas tablas que representan el “Mercado Primario de Títulos de Deuda”. Esta tabla está estructurada por nueve (9) columnas, que se describen a continuación:

- Columna 1: “Títulos de la Deuda Pública Externa”, en el que se detalla el nombre del Bono.
- Columna 2: “Valor Nominal”
- Columna 3: “Precio del Bono”
- Columna 4: “Tipo de Cambio Oficial BsF/ \$ USD”
- Columna 5: “Monto a liquidar al B.C.V”. En esta celda se calcula el monto a cancelar producto de multiplicar el valor nominal (2) por el precio del bono (3) por el tipo de cambio oficial (4).
- Columna 6: “Comisión del Banco”

- Columna 7: “I.V.A”. En esta celda se aplica el 12% sobre el monto de la comisión (6). La suma de la columna (5) y (6) es el monto que se cancela al intermediario por su servicio.
- Columna 8: “Monto Total a Pagar”. En esta celda se totaliza la columna (5) más la columna (7) y refleja el desembolso total en BsF que debe destinar un inversionista para participar en una emisión de deuda.
- Columna 9: “Valor implícito de BsF. /\$ USS. En esta celda se refleja el costo por unidad expresado en BsF. /\$ USS por cada total contenido en el valor nominal del título; dividimos la columna (8) entre la columna (2).

### **3.2.2. Fase II: Mercado secundario de títulos de deudas.**

En esta segunda fase se describe el mecanismo sobre cómo opera el mercado secundario de títulos de deudas. En este sentido los inversionistas nacionales acuden a un intermediarios que pueden ser bancos comerciales o casas de bolsas y ofrecen estos instrumentos en una bolsa de valores internacional (generalmente la bolsa de valores de Luxemburgo), a los inversionistas internacionales que estén interesados en comprar estos títulos a una cotización establecidas por el mercado; de tal manera que le entregan a los inversionistas nacionales las divisas en una cuenta bancaria en el extranjero a cambio de que le entreguen el título de deuda pública externa. Una vez que los inversionistas tienen los dólares, estos deciden qué hacer con ellos.

Los cálculos relacionados con la segunda fase se presentan en las respectivas tablas que representa el “Mercado Secundario de Títulos de Deuda”. Esta tabla está estructurada por siete (7) columnas, las cuales se describen a continuación:

- Columna 1: “Títulos de la Deuda Pública Externa”, en el que se detalla el nombre del Bono.
- Columna 2: “Valor Nominal”
- Columna 3: “Cotización del Mercado Secundario”
- Columna 4: “Venta del bono”
- Columna 5: “Comisión del Banco”
- Columna 6: “Monto total en \$ USD obtenidos”
- Columna 7: “Valor implícito en BsF/ \$ USD”

### **3.2.3. Fase III: Compra y venta en el mercado negro.**

En esta fase se explica cómo se opera en el mercado negro cuando los particulares y empresas privadas no pueden satisfacer las necesidades de adquirir las divisas a través de los mecanismos oficiales de Cadivi y recientemente el Sistema de Transacciones Electrónicas de Moneda Extranjera (SITME). En este caso, los inversionistas acuden al mercado negro para comprar las divisas, donde el comprador entrega bolívares fuertes a cambio de recibir dólares por parte del vendedor. Otro mecanismo para obtener dólares es a través de transferencia electrónica, donde el comprador y el vendedor deben tener cuentas bancarias nacionales e internacionales; donde, por una parte, el comprador transfiere bolívares fuertes a la cuenta nacional del vendedor y, por otra parte, el vendedor transfiere dólares a la cuenta del banco internacional del comprador. De tal manera que las oportunidades de arbitraje y

especulación se materializa cuando el capital final es mayor que el capital inicial después de haber realizado todas estas operaciones.

Los cálculos relacionados con la tercera fase se presentan en las respectivas tablas que representan “las oportunidades de arbitraje que existe en el Mercado Paralelo”. Esta tabla está estructurada por siete (7) columnas, las cuales se describen a continuación:

- Columna 1: “Títulos de la Deuda Pública Externa”, en el que se detalla el nombre del Bono.
- Columna 2: “Monto total en \$ USD obtenidos”
- Columna 3: “Tipo de cambio en el Mercado Paralelo”
- Columna 4: “Monto total recibidos en BsF”
- Columna 5: “Inversión Inicial en BsF”
- Columna 6: “Utilidad de la operación en BsF”
- Columna 7: “Rendimiento”

### **3.3. Resultados**

A continuación se presenta en detalle la descripción, los resultados y el análisis de cada uno de los bonos de deuda externa venezolana objeto de nuestro estudio:

### **3.3.1. Bonos del Sur**

Para el 07/11/2006 el Ministerio de Finanzas de la Republica Bolivariana de Venezuela emitió deuda pública externa que comprendió la oferta combinada de instrumentos financieros entre Venezuela y la Republica de Argentina denominados Bonos del Sur. La Tabla N° 1.1 muestra la composición de esta emisión:

**Tabla N° 1.1: Detalles de la Emisión “Bonos del Sur”**

<b>BONO</b>	<b>Valor Nominal</b>	<b>Vencimiento</b>	<b>Proporción fija en la combinación</b>
TICC042017	USD 500,00	06 de Abril 2017	50,00%
BODEN 12	USD 300,00	03 de Agosto 2012	30,00%
BODEN 15	USD 200,00	03 de Octubre 2015	20,00%
<b>Total cada combinación</b>	<b>USD 1.000,00</b>		<b>100,00%</b>

La oferta total fue de 1.000 millones de USD y el precio de compra se cerró al 95,5% del valor nominal pagaderos en Bolívares a la tasa de cambio oficial de dos mil ciento cincuenta bolívares 2.150 Bs. (2,15 BsF).

Participaron en esta oferta combinada las entidades inscritas en el registro general del ministerio de finanzas para operaciones con títulos públicos (las entidades) y las personas naturales o jurídicas domiciliadas en Venezuela y clientes venezolanos de las entidades (los inversionistas).

Esta emisión contemplan la combinación de 2 títulos de deudas: el TICC042017 emitido por la Republica Bolivariana de Venezuela con vencimiento el 06/04/ 2017 y representa el 50% de la emisión; el titulo BODEN 12 y BODEN 15, con vencimiento el 03/08/2012 y 03/10/2015 respectivamente, emitidos por la

República de Argentina y representa el 30% y 20% de la emisión total de la deuda. Cada uno de estos instrumentos pueden ser negociados en el mercado secundario en forma independiente, mientras que el bono TICC042017 sólo pueden ser negociados en el mercado secundario nacional, por lo que el inversionista recibirá BsF si vende este título. Los títulos BODEN 12 con fecha de emisión 03/02/2002 y BODEN5 15 con fecha de emisión 03/10/2005 se negociaron en torno a esta fecha aproximadamente en un 85% y 92% de su valor nominal respectivamente. El 13/11/2006 se anunció el resultado de adjudicación de 990 millones de USF. Se recibieron 59.061 órdenes de compra por la cantidad demandada alrededor de los 9.000 millones de USD. La demanda insatisfecha fue de 8.010 millones de \$ USD.

A continuación se presenta los cálculos de cada uno de las fases en las que se determinan las oportunidades de arbitrajes. En la Tabla N° 1.2 se muestra los cálculos implícitos para obtener una participación en la emisión de los Títulos denominados “Bonos del Sur”

Según la características de esta emisión, un inversionista que participa con un capital de 10.000\$ USD debe invertir en la proporción de los bonos que conforman la emisión de los Bonos del Sur, de tal manera que 3.000\$ USD, 2.000\$ USD, Y 5.000\$ USD representan la participación de los Bonos BODEN 12, Bonos BODEN 15 y TICC042017 respectivamente. El total en BsF para cubrir esta inversión es de BsF 20.762,46, de los cuales 20.532,50 BsF es el monto a liquidar al B.C.V y BsF 205 equivale al costo de la intermediación que debe ser cancelado a la institución financiera más el IVA por un monto de 25 BsF. En esta transacción el costo por unidades es de BsF 2,08 por cada dólar contenido en el valor nominal del instrumento. En esta fase, los inversionistas tienen dos opciones. La primera conservarlo como instrumento de ahorro hasta la fecha de vencimiento, tiempo durante el cual el tenedor de bonos (inversionista) percibirá los intereses y a la fecha de vencimiento recibirá el 100% del valor nominal. La segunda opción, será vender

dicho instrumento en el mercado secundario con el objeto de disponer de la liquidez de su inversión.

En la Tabla N° 1.3 se muestra los cálculos implícitos en el mercado secundario de títulos de deudas para ejemplificar la venta de títulos del Bonos del Sur. Como se puede apreciar el precio de estos instrumentos dependen de la cotización. Según las características de esta emisión de cada uno de los bonos que forman parte de esta emisión pueden ser negociadas por separados, por lo cual, la cotización de cada título es diferente.

Es importante resaltar que el título TICC0042017 sólo puede ser negociado en el mercado secundario local para lo cual al venderse, el inversionista obtendrá dólares, que estaría obligado, según la Ley Contra Ilícitos Cambiarios, a convertirlo a BsF al cambio oficial a través del B.C.V. Ante esta condición, el inversionista tendrá dos opciones: conservar esta inversión hasta la fecha de vencimiento o vender este instrumento en el mercado secundario lo que implica una pérdida que debería computar en el costo definitivo de la operación. Para nuestros efectos asumiremos que se mantendrán esta inversión hasta la fecha de vencimiento.

Bajo este supuesto sólo se podrá vender los instrumentos BODEN 12 y BODEN 15; al vender ambos instrumentos resulta un valor neto de 4.346,10 \$ USD después de descontada la respectiva comisión que ha de ser cancelada al intermediario. Como se puede apreciar esta inversión por un total de 10.000\$ USS, solo se puede obtener disponible, un total de 4.346,10\$USS, de los cuales el valor implícito de cada dólar provenientes del BODEN 12 y el BODEN 15 equivale a 2,47 y 2,28 BsF/\$USS respectivamente.

En la Tabla N° 1.4 se plantea los cálculos para determinar si existe oportunidad de arbitraje entre el mercado de deuda (dólar permuta) y el mercado negro. Como puede observarse, el tipo de cambio del mercado negro para el día

27/11/ 06 (14 días después de la adjudicación) es de 2,94BsF/\$USD, la venta de los dólares disponibles en la operación anterior reportaría al inversionista un ingreso de 7.422,03 BsF y 5.355,50 BsF por la venta de los Bonos BODEN 12 y BODEN 15 respectivamente. Estos ingresos comparados con la inversión individual de cada título, reportan una ganancia de 1.193,29 BsF y 1.203,01 BsF para cada bono respectivamente. Considerando que para obtener esta ganancia fue preciso realizar una inversión del 50% en el TICC0042017 que además se ha decidido mantener hasta la fecha de vencimiento, es lógico que para determinar la renta real de esta ganancia se tome como referencia el total del capital invertido, es decir BsF 20.762,46. En tal sentido, el rendimiento de esta operación equivale a 11,54 % de la inversión inicial. Esto evidencia, que este instrumento de deuda utiliza como mecanismo permuta para obtener divisas ha podido ser utilizado por inversionistas para aprovechar una oportunidad de arbitraje tal como se demuestra en esta simulación. En este sentido, nuestra hipótesis queda demostrada en la emisión de deudas públicas externa del gobierno de la Republica Bolivariana de Venezuela convocada el 07/11 2006.

### Capítulo III: Estudio Empírico

**Tabla N° 1.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Bonos del Sur”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	PRECIO DEL BONO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL BsF./\$ USD	MONTO A LIQUIDAR AL BCV EN BsF.	COMISIÓN DEL BANCO 1%	IVA 12%	MONTO TOTAL EN BsF. A PAGAR	VALOR IMPLÍCITO BsF./\$ USD
BODEN 12 ARARGE034678	3.000	95,5%	2,15	6.159,75	61,60	7,39	6.228,74	2,08
BODEN 15 ARARGE03F144	2.000	95,5%	2,15	4.106,50	41,07	4,93	4.152,49	2,08
Bono del Sur 13/11/2006 TICC042017 USP97475AG56	5.000	95,5%	2,15	10.266,25	102,66	12,32	10.381,23	2,08
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>	<b>95,5%</b>	<b>2,15</b>	<b>20.532,50</b>	<b>205</b>	<b>25</b>	<b>20.762,46</b>	<b>2,08</b>

**Tabla N° 1.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Bonos del Sur”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	COTIZACIÓN MERCADO SECUNDARIO	VENTA DEL BONO	COMISIÓN CASA DE BOLSA 1%	MONTO TOTAL EN \$ USD OBTENIDOS	VALOR IMPLÍCITO BsF / \$ USD
BODEN 12 ARARGE034678	3.000	85,00%	2.550	25,50	2.524,50	2,47
BODEN 15 ARARGE03F144	2.000	92,00%	1.840	18,40	1.821,60	2,28
Bono del Sur 13/11/2006 TICC042017 USP97475AG56	5.000	-	-	-	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>	<b>-</b>	<b>9.390</b>	<b>43,90</b>	<b>4.346,10</b>	<b>-</b>

**Tabla N° 1.4: Fase III. Compra y Venta en el Mercado Negro “Bonos del Sur”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	MONTO TOTAL EN \$USD OBTENIDOS	TIPO DE CAMBIO MERCADO PARALELO BsF./\$ USD		MONTO TOTAL RECIBIDOS EN BsF.	INVERSIÓN INICIAL EN BsF.	UTILIDAD DE LA OPERACIÓN EN BsF	RENDIMIENTO
BODEN 12 ARARGE034678	2.524,50	27-11-06	2,94	7.422,03	6.228,74	1.193,29	5,75%
BODEN 15 ARARGE03F144	1.821,60	27-11-06	2,94	5.355,50	4.152,49	1.203,01	5,79%
Bono del Sur 13/11/2006 TICC042017 USP97475AG56	5.000,00	-	?	?	10.381,23	?	?
<b>TOTAL</b>	<b>9.346,10</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>20.762,46</b>	<b>2.396,30</b>	<b>11,54%</b>

### **3.3.2. Bonos PDVSA (2017, 2027 Y 2037)**

EL 22/03/2007, Petróleos de Venezuela, S.A lanzó al mercado la oferta combinada de tres (3) bonos internacionales en los términos y condiciones que se especifican en la Tabla N° 2.1.

**Tabla N° 2.1: Detalles de la Emisión “Bonos PDVSA (2017, 2027 Y 2037)”**

<b>Nuevo título</b>	<b>Valor Nominal</b>	<b>Vencimiento</b>	<b>Proporción en cada combinación</b>
Bono 2017	USD 400,00	12 de Abril 2017	40,00%
Bono 2027	USD 400,00	12 de Abril 2027	40,00%
Bono 2037	USD 200,00	12 de Abril 2037	20,00%
<b>Total cada combinación</b>	<b>USD 1.000,00</b>		<b>100,00%</b>

La oferta total fue de 5.000 millones de USD. El precio de compra se ubicó en 105,5% del valor nominal y se liquidaron en Bolívares a la tasa de cambio oficial de dos mil ciento cincuenta bolívares 2.150 Bs. (2,15 BsF). Los resultados de la subasta fueron publicados el día 03/04/2007, adjudicándose un total de 7.500 millones de \$ USD en virtud de la alta demanda. La metodología de adjudicación fue orientada a asignar cantidades importantes a pequeños y medianos inversionistas con el objetivo de democratizar la emisión, así como de fomentar el ahorro de los venezolanos.

Participaron en esta oferta las entidades bancarias universales, comerciales, hipotecarios, de inversión, entidades de ahorros y préstamos, institutos especiales, sociedades de corretajes y casas de bolsas. De igual manera pueden asistir las personas naturales o jurídicas residentes o domiciliadas en Venezuela cuya participación se canalizara a través de estas entidades.

Los bonos PDVSA 2017,2027 y 2038 son negociados en los mercados secundarios internacionales y en forma separada. Para tal fin han sido registrados en

el mercado EURO MTF de la Bolsa de Valores de Luxemburgo, bajo la custodia de DTC, Euroclear y Clearstream. El ISIN de estos instrumentos es de XSO294364103, XSO294364954 y XSO294367205 para los bonos con vencimiento al 2017, 2027 y 2037 respectivamente. La cotización en el mercado secundario de estos bonos en torno a su fecha de emisión es de aproximadamente 66,45% para el bono con vencimiento en el año 2017; 53,63% para el bono con vencimiento en el año 2027 y 51,25% para el bono con vencimiento en el año 2037. Los agentes coordinadores son ABN-AMRO y Econoinvest.

Los calculos relacionados con la adquisicion de los Bonos PDVSA 2017,2027 y 2037 se presenta en la Tabla N° 2.2. Se señalan los Bonos conocidos como los de PDVSA 2017, 2027 Y 2037, bajos los ISIN XS0294364103, XS0294364954 y XS0294367205 respectivamente. Podemos constatar que se trata de una emisión de bonos combinados, por lo cual si un inversionista desea destinar 10.0000\$ USD debe de distribuirlo tal como lo indica su composición es decir; 4.000\$ USD, 4.000\$USD y 2.000\$ USD respectivamente. En esta primera fase se busca determinar cuál es el total a liquidar al B.V., que en este caso es de 22.882 BF; de igual manera debe de cancelar un monto de 227 BF por concepto de comisión bancaria y a su vez cancelar el I.V.A a una base del 12% sobre dicha comisión. De igual manera se determina que el inversionista le cuesta cada dólar un total de 2,29 BF en dicha inversión.

En este momento el inversionista se plantea dos alternativas. La primera es conservar el bono hasta la fecha de su vencimiento, de esta manera recibirá un total de 100% de su valor nominal a la fecha de su vencimiento; la otra opción es vender estos bonos en un mercado secundario.

En la Tabla N° 2.3 se ejemplifica como se opera para la venta en el mercado secundario de los Títulos de Deudas de los Bonos PDVSA 2017, 2027 y 2037.

Es muy importante tener claro el porcentaje de cotización que tiene cada uno de los bonos, ha sido estimada tomando como referencia la cotización actual de los títulos. Una vez que el inversionista posee los títulos de deudas es de su libre decisión venderlos en el mercado secundario; en este caso el inversionista obtiene un total de 5.828 \$ USD por dicha operación, a lo cual se deduce el pago de la comisión bancaria por un total de 58,28 \$ USD. El total de los dólares obtenido por el inversionista es de 5.769,92 \$ USD. Se puede observar que es el Bono PDVSA 2017 (XS0294364103) quien ofrece una mayor ganancia, lo cual se le puede atribuir por el hecho de que tiene un porcentaje más alto de cotización, esto debido a que es el bono más próximo a vencerse. El inversionista obtuvo a través de la venta del primer bono cada dólar a un costo de 3,49 BsF, en la segunda operación a un costo de 4,32 BsF y en el bono a un costo de 4,52 BsF.

En la siguiente Tabla N° 2.4 se presentan los cálculos para demostrar si hubo oportunidad de arbitraje a través de la compra de estos Títulos de Deudas emitidos por PDVSA. El plazo en el que se plantea esta operación es de 21 días contados desde la fecha del anuncio de la adjudicación de los títulos y la negociación en el mercado negro. Si realizamos el análisis de las emisiones de manera global, los resultados nos arrojan que en esta oportunidad no existió oportunidad alguna de arbitraje. Vista la operación se realiza de manera separada, podemos constatar que en la primera emisión PDVSA 2017, el rendimiento de esta operación se ubica en un 3,02%, con una inversión inicial de 9.174,62 BsF; lo cual indica que esta primera emisión se dio una clara oportunidad de arbitraje. Si detallamos la emisión 2027 y 2037 podemos darnos cuenta que ambas muestran un resultado negativo tanto en la parte de la utilidad como en los rendimientos; lo cual evidencia que para ese momento no existió la oportunidad de arbitraje; pero si lo analizamos desde otro punto de vista podemos decir que el inversionista con tan sólo esperar que el tipo de cambio del mercado negro incrementase su valor podría materializarse una oportunidad de especulación.

### Capítulo III: Estudio Empírico

**Tabla N° 2.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Bonos PDVSA (2017, 2027 y 2037)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	PRECIO DEL BONO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL BsF./\$ USD	MONTO A LIQUIDAR AL BCV EN BsF.	COMISIÓN DEL BANCO 1%	IVA 12%	MONTO TOTAL EN BsF. A PAGAR	VALOR IMPLÍCITO BsF./\$ USD
PDVSA 2017 12/04/2007 XS0294364103	4.000	105,5%	2,15	9.073,00	90,73	10,89	9.174,62	2,29
PDVSA 2027 12/04/2007 XS0294364954	4.000	105,5%	2,15	9.073,00	90,73	10,89	9.174,62	2,29
PDVSA 2037 12/04/2007 XS0294367205	2000	105,5%	2,15	4.536,50	45,37	5,44	4.587,31	2,29
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>	<b>106%</b>	<b>2,15</b>	<b>22.682,50</b>	<b>227</b>	<b>27</b>	<b>22.936,54</b>	<b>2,29</b>

**Tabla N° 2.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Bonos PDVSA (2017, 2027 y 2037)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	COTIZACIÓN MERCADO SECUNDARIO	VENTA DEL BONO	COMISIÓN CASA DE BOLSA 1%	MONTO TOTAL EN \$ USD OBTENIDOS	VALOR IMPLÍCITO BsF / \$ USD
PDVSA 2017 12/04/2007 XS0294364103	4.000	66,45%	2.658	26,58	2.631,42	3,49
PDVSA 2027 12/04/2007 XS0294364954	4.000	53,63%	2.145	21,45	2.123,75	4,32
PDVSA 2037 12/04/2007 XS0294367205	2000	51,25%	1025	10,25	1.014,75	4,52
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>		<b>5.828</b>	<b>58,28</b>	<b>5.769,92</b>	

**Tabla N° 2.4. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Bonos PDVSA (2017, 2027 y 2037)”**

RTÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	MONTO TOTAL EN \$USD OBTENIDOS	TIPO DE CAMBIO MERCADO PARALELO BsF./\$ USD	MONTO TOTAL RECIBIDOS EN BsF.	INVERSIÓN INICIAL EN BsF.	UTILIDAD DE LA OPERACIÓN EN BsF	RENDIMIENTO
PDVSA 2017 12/04/2007 XS0294364103	2.631,42	24-4-07 3,75	9.867,83	9.174,62	693,21	3,02%
PDVSA 2027 12/04/2007 XS0294364954	2.123,75	24-4-07 3,75	7.964,06	9.174,62	-1.210,56	-5,28%
PDVSA 2037 12/04/2007 XS0294367205	1.014,75	24-4-07 3,75	3.805,31	4.587,31	-782,00	-3,41%

### *Capítulo III: Estudio Empírico*

---

---

TOTAL	5.769,92	21.637,19	22.936,54	-1.299,35	-5,66%
-------	----------	-----------	-----------	-----------	--------

---

#### **3.3.3. Bonos Soberanos (2023 Y 2028)**

El 21/4/2008 se anunció una emisión de bonos de la deuda pública externa que contiene la oferta combinada bonos emitidos por la Republica Bolivariana de Venezuela a través del Ministerio de Finanzas.

La Oferta Combinada incluyó la venta conjunta de los siguientes Bonos de la Deuda Pública Nacional denominados “Bonos Soberanos Internacionales” con diferentes fechas de vencimiento, los cuales se especifican en la Tabla N° 3.1.

**Tabla N° 3.1: Detalles de la Emisión “Bonos Soberanos (2023 y 2028)”**

<b>Bono</b>	<b>Valor Nominal Mínimo</b>	<b>Vencimiento</b>
Soberano Internacional 2023	USD 1.500.000.000,00	07 de mayo de 2023
Soberano Internacional 2028	USD 1.500.000.000,00	07 de mayo de 2028
<b>Oferta Total</b>	<b>USD 3.000.000.000,00</b>	

Los Bonos Soberanos Internacionales podrán ser adquiridos al tipo de cambio oficial de dos bolívares fuertes con quince céntimos (BsF. 2,15 = 1,00 USD). El precio de compra se fijó en el 115% del valor nominal.

Los participantes convocados son: categoría I, todas las empresas del sector productivo Nacional debidamente registradas ante el registro de usuarios del sistema de administración de divisas (RUSAD) llevado por la comisión de administración de divisas (CADIVI) y cuyo objeto social implique el desarrollo de actividades productivas en los sectores de alimentos, salud y bienes de capital (Empresas Productivas). Categoría II, las personas naturales y jurídicas domiciliadas o residentes en Venezuela (inversionistas) incluyendo todas aquellas personas naturales o jurídicas que no estén incluidas en la categoría I, y las entidades inscritas en el registro general del ministerio del poder popular para las finanzas para operaciones con títulos públicos (entidades). Los fondos de pensiones, cajas de ahorro, asociaciones de

ahorro y entidades similares del sector público y debidamente registrado ante la superintendencia nacional de caja de ahorro deberán presentar sus órdenes de compra a través de Banfoandes, banco industrial de Venezuela y banco del tesoro. El Bono Soberano Internacional 2023 y el Bono Soberano Internacional 2028 pueden ser negociados de manera separada luego de la fecha de liquidación. Estos bonos son negociados en el mercado secundario. Para tal fin han sido registrados en el mercado EURO MTF de la Bolsa de Valores de Luxemburgo, bajo la custodia de DTC, Euroclear y Clearstream. El ISIN de estos instrumentos es USP17625AA59 para el bono internacional con vencimiento en el año 2023 y USP17625AB33 para el bono internacional con vencimiento al 2028, estos se cotizaron al 78,38% y al 78% respectivamente para los bonos 2023 y 2028. Los agentes coordinadores serán Deutsche Bank y Barclays Capital.

El 28/4/2008 se anunció el resultado de la convocatoria en la cual se adjudicaron 4.000 millones USD, en atención al monto de la demanda presentada se aumentó la oferta. Se recibieron órdenes de compra por un total de 9.291 millones de dólares, quedando una demanda insatisfecha de 5.291 millones de dólares.

En la Tabla N 3.2 se muestra cuales son los pasos que conlleva a participar a un inversionista en esta emisión de bonos internacionales. Un inversionista que desee participar en esta emisión con un capital de 10.000\$ USD, debe de hacerlo de forma conjunta es decir 5.000\$ USD para la primera emisión USP17625AA59 y 5.000\$ USD en la segunda emisión USP17625AB33. Con un tipo de cambio oficial de 2,15 BsF el total a cancelar por el inversionista es de 24.725,50 BsF, los cuales generan 247 BsF de comisión que está obligado a cancelar al banco a través del cual se realiza la operación. Hay que señalar que del total de la comisión a pagar se le adiciona el 12% del I.V.A para totalizar 25.001,92 BsF como total de la inversión inicial. En esta operación el inversionista adquiere cada dólar por un precio 2,50 BsF cada uno.

Para el inversionista existen dos posibilidades con los bonos, la primera es venderlos en cualquier momento y la segunda es quedarse con estos hasta el momento de su vencimiento y llevarlo a un mercado secundario.

En la Tabla N° 3.3 se presentan el comportamiento de estos bonos en el mercado secundario. La cotización de estos Bonos Soberanos Internacionales 2023 y 2028 se estiman en un 78,38% y 78% respectivamente. El total de la venta del primer bono fue de 3.919 \$ USD, un poco más elevado que el segundo que alcanzó un monto 3.900 \$ USD. El total global de la comisión cancelada a la casa de bolsa es de 78,19 \$ USD lo cual representa el 1% del total del monto vendido. El monto neto obtenido en dólares es de 7.740,81 \$ USD. En esta operación el valor implícito de cada dólar fue de 3,22BsF para la primera emisión mientras que para la segunda emisión fue de 3,24 BsF.

En la Tabla N° 3.4 se plantean los cálculos para determinar si existe oportunidad de arbitraje entre el mercado de deuda (dólar permuta) y el mercado negro. Para la fecha 15/05/2008 (17 días después de la adjudicación de estos títulos) el tipo de cambio de cambio del mercado negro se cotizaba a un precio de 3,50 BS/\$ lo cual multiplicado por el monto total en dólares americanos obtenidos, nos da como resultado 27.092,84 que representa el monto total recibidos en Bolívars Fuertes. Por otra parte la utilidad de esta operación en BsF viene dada por la diferencia entre la inversión inicial que para esta operación es de 25.001,92 BsF y el monto total recibidos en BS F que es 27.092,84; lo que da como resultado 2.090,92 BsF. Esta operación arrojó como resultado un 8,36% de rendimiento en el plazo de la operación.

**Tabla N° 3.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Bonos Soberanos (2023 y 2028)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	PRECIO DEL BONO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL BsF./\$ USD	MONTO A LIQUIDAR AL BCV EN BsF.	COMISIÓN DEL BANCO 1%	IVA 12%	MONTO TOTAL EN BsF. A PAGAR	VALOR IMPLÍCITO BsF./\$ USD
Bono Soberano Internacional 2023 07/05/2008 USP17625AA59	5.000	115%	2,15	12.362,50	123,63	14,84	12.500,96	2,50
Bono Soberano Internacional 2028 07/05/2008 USP17625AB33	5.000	115%	2,15	12.362,50	123,63	14,84	12.500,96	2,50
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>	<b>115%</b>	<b>2,15</b>	<b>24.725,00</b>	<b>247</b>	<b>30</b>	<b>25.001,92</b>	<b>2,50</b>

**Tabla N° 3.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Bonos Soberanos (2023 y 2028)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	COTIZACIÓN MERCADO SECUNDARIO	VENTA DEL BONO	COMISIÓN CASA DE BOLSA 1%	MONTO TOTAL EN \$ USD OBTENIDOS	VALOR IMPLÍCITO BsF / \$ USD
Bono Soberano Internacional 2023 07/05/2008 USP17625AA59	5.000	78,38%	3.919	39,19	3.879,81	3,22
Bono Soberano Internacional 2028 07/05/2008 USP17625AB33	5.000	78,00%	3.900	39,00	3.861,00	3,24
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>	<b>-</b>	<b>7.819</b>	<b>78,19</b>	<b>7.740,81</b>	<b>-</b>

**Tabla N° 3.4. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Bonos Soberanos (2023 y 2028)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	MONTO TOTAL EN \$USD OBTENIDOS	TIPO DE CAMBIO MERCADO PARALELO BsF./\$ USD	MONTO TOTAL RECIBIDOS EN BsF.	INVERSIÓN INICIAL EN BsF.	UTILIDAD DE LA OPERACIÓN EN BsF	RENDIMIENTO
Bono Soberano Internacional 2023 07/05/2008 USP17625AA59	3.879,81	15-5-08 3,50	13.579,34	12.500,96	1.078,38	4,31%
Bono Soberano Internacional 2028 07/05/2008 USP17625AB33	3.861,00	15-5-08 3,50	13.513,50	12.500,96	1.012,54	4,05%
<b>TOTAL</b>	<b>7.740,81</b>	<b>-</b>	<b>27.092,84</b>	<b>25.001,92</b>	<b>2.090,92</b>	<b>8,36%</b>

#### **3.3.4. Petrobono 2011**

El anuncio de la convocatoria fue publicada el día 25 de Junio de 2009. La oferta comprendió la venta de un título denominado “PETROBONO 2011”, cero cupón con fecha de vencimiento 9 de julio de 2011 por un monto total ofertado de 3.000 millones de \$ USD.

Inicialmente, el Petrobono sólo podía ser negociado desde la fecha posterior de liquidación en el mercado secundario local, en la moneda de curso legal (BsF), a través del Sistema de Custodia Electrónica de Títulos (SICET) del Banco Central de Venezuela. Se negociaron estos títulos en el mercado secundario local hasta el día 31 de julio de 2009. Posteriormente, estos títulos fueron registrados en el mercado secundario internacional. Para tal fin han sido registrados en el mercado EURO MTF de la Bolsa de Valores de Luxemburgo, bajo la custodia de DTC, Euroclear y Clearstream.

El precio de compra de acuerdo a la subasta superó el 175% del valor nominal. Es importante señalar que PDVSA adjudicó el Petrobono 2011, mediante el mecanismo de subasta, es decir, a favor de los participantes que presenten las ofertas más convenientes, a los intereses de PDVSA. La liquidación de la compra es cancelada en bolívares a la tasa de cambio oficial de DOS BOLIVARES con 15/100 (Bs. 2,15) por US\$.

Participaron en esta oferta las Entidades Financieras (ver anexos) y las personas naturales o jurídicas residentes o domiciliadas en Venezuela. Estos participantes solo podrán presentar una (1) oferta a través de la Entidad de su preferencia, en caso contrario o se adjudicara ninguna oferta.

El resultado de la subasta se hizo pública el 10/07/2009 adjudicándose 1.417.822.000 \$ USD, es decir sólo un 47,26% del total ofertado. Se recibieron

19.034 órdenes de compras, por un total de 7.982 millones, lo cual significó que la demanda de divisas insatisfecha fue de 6.564.178.000 \$ USD.

En la Tabla N° 4.1 se señala como es el procedimiento que debe seguir un inversionista para participar en la compra de este PETROBONO 2100. Con una inversión de 10.000\$ USD y un tipo de cambio oficial de 2.15BsF, el inversionista debe de cancelar un monto total de 38.046,40. Este monto incluye la comisión que debe de pagarle al banco y este a su vez el 12% del I.V.A por un monto de 376,2 BsF y 45,15 BsF respectivamente. En esta primera fase el inversionista adquiere cada dólar a un precio de 3,80 BsF.

En una segunda fase (Ver Tabla N° 4.2) se trabaja bajo el supuesto que el inversionista tome la decisión de vender el bono en el mercado secundario. Para calcular cuál es el monto total de dólares que el inversionista recibe por su inversión de 10.000\$ USD en este PETROBONO 2011, se debe de conocer cuál es su cotización en el mercado secundario, que en este caso se ha estimado en un 88,56%; es decir, el precio de venta es de 8.856 \$ USD. A este precio de venta se le deduce el 1% producto de la comisión que el inversionista debe de cancelarle al intermediario. En este caso el inversionista recibe un total de 8.767,44 \$USD. El costo implícito de cada dólar se ubica en 4,34 BsF.

Una vez realizada la venta de este bono, en una tercera fase se procede a los cálculos pertinentes para verificar la oportunidad de arbitraje que se pudo presentar en esta operación. En la Tabla N° 4.3 se puede verificar que con esta emisión de bonos, existió una clara oportunidad de arbitraje. El inversionista al recibir 8.767,44 \$ USD, con un tipo de cambio en el mercado paralelo (19/08/09) de 6,58 BsF/ \$USD recibe un total de 57.689,76 BsF, todo esto con una inversión inicial de 38.046 BsF, lo cual representa una ganancia de 19.643,36 BsF, lo que se traduce en un

### Capítulo III: Estudio Empírico

rendimiento de 51,63% en un plazo de 39 días contados desde la fecha en la que se anunció el resultado de la adjudicación de estos títulos.

**Tabla N° 4.1. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Petrobonos 2011”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	PRECIO DEL BONO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL BsF./\$ USD	MONTO A LIQUIDAR AL BCV EN BsF.	COMISIÓN DEL BANCO 1%	IVA 12%	MONTO TOTAL EN BsF. A PAGAR	VALOR IMPLÍCITO BsF./\$ USD
Petrobono 2011 10/07/2009 (TICC) XS0444611296	10.000	175%	2,15	37.625,00	376,25	45,15	38.046,40	3,80

**Tabla N° 4.2. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Petrobonos 2011”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	COTIZACIÓN MERCADO SECUNDARIO	VENTA DEL BONO	COMISIÓN CASA DE BOLSA 1%	MONTO TOTAL EN \$ USD OBTENIDOS	VALOR IMPLÍCITO BsF / \$ USD
Petrobono 2011 10/07/2009 (TICC) XS0444611296	10.000	88,56%	8.856	88,56	8767,44	4,34

**Tabla N° 4.3. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Petrobonos 2011”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	MONTO TOTAL EN \$USD OBTENIDOS	TIPO DE CAMBIO MERCADO PARALELO BsF./\$ USD	MONTO TOTAL RECIBIDOS EN BsF.	INVERSIÓN INICIAL EN BsF.	UTILIDAD DE LA OPERACIÓN EN BsF	RENDIMIENTO	
Petrobono 2011 10/07/2009 (TICC) XS0444611296	8767,44	19-08-09	6,58	57.689,76	38.046,40	19.643,36	51,63%

#### **3.3.5. Bonos Soberanos (2019 Y 2024)**

El 29/09/2009 se anuncia una emisión de la deuda pública externa que contiene la oferta combinada emitida por la Republica Bolivariana de Venezuela a través del Ministerio de Finanzas.

La oferta combinada incluye la venta conjunta de los siguientes bonos de la deuda pública nacional denominados “Bonos Soberanos Internacionales”, los cuales se especifican en la Tabla N° 5.1.

**Tabla N° 5.1: Detalles de la Emisión “Bonos Soberanos (2019 y 2024)”**

<b>Bono</b>	<b>Valor Nominal Mínimo</b>	<b>Vencimiento</b>
Soberano Internacional 2019	USD 1.500.000.000,00	13 de octubre de 2019
Soberano Internacional 2024	USD 1.500.000.000,00	13 de octubre de 2024
<b>Oferta Total</b>	<b>USD 3.000.000.000,00</b>	

Los Bonos Soberanos Internacionales fueron adquiridos al tipo de cambio oficial de dos bolívares fuertes con quince céntimos (BsF. 2,15 = 1,00 USD). El precio de compra se fijó en el 140% del valor nominal. Los participantes convocados son: categoría I, todas las empresas del sector productivo Nacional debidamente registradas ante el registro de usuarios del sistema de administración de divisas (RUSAD) llevado por la comisión de administración de divisas (CADIVI) y cuyo objeto social implique el desarrollo de actividades productivas en los sectores de alimentos, salud y bienes de capital (Empresas Productivas). Categoría II, las personas naturales y jurídicas domiciliadas o residentes en Venezuela (inversionistas) incluyendo todas aquellas personas naturales o jurídicas que no estén incluidas en la categoría I, y las entidades inscritas en el registro general del ministerio del poder popular para las finanzas para operaciones con títulos públicos (entidades). Los fondos de pensiones, cajas de ahorro, asociaciones de ahorro y entidades similares del

sector público, debidamente registrados ante la superintendencia nacional de caja de ahorro, deberán presentar sus órdenes de compra a través de Banfoandes, Banco Industrial de Venezuela y Banco del Tesoro.

El Bono Soberano Internacional 2019 y el Bono Soberano Internacional 2024 podrán ser negociados de manera separada luego de la fecha de liquidación. Estos bonos pueden ser negociados en el mercado secundario. Para tal fin han sido registrados en el mercado EURO MTF de la Bolsa de Valores de Luxemburgo, bajo la custodia de DTC, Euroclear y Clearstream. El ISIN de estos instrumentos son USP97475AN08 y USP97475AP55 para los bonos 2019 y 2024 respectivamente. De igual manera estos se cotizaron para el instrumento con vencimiento en el año 2019 en un 69,25% y para el bono con vencimiento en el año 2024 se cotizo en un 73,50%. Los agentes coordinadores serán Deutsche Bank y Barclays Capital.

El 06/10/2009 se anunció los resultados de la convocatoria en la cual se adjudicaron 4.991,93 millones USD, en atención al monto de la demanda observada se decidió aumentar los niveles de la oferta. Se recibieron órdenes de compra por un total de 19.141 millones de dólares USD, quedando una demanda insatisfecha de 14.149,07 millones de dólares USD.

En la Tabla 5.2 se detalla el proceso que un inversionista debe seguir para participar en la emisión de estos títulos de deudas emitidos por el Gobierno Nacional. Por tratarse de una oferta combinada de bonos, un inversionista que desee participar en estas emisiones, si estima invertir 10.000\$ USD, debe participar en ambas emisiones, es decir, 5.000 \$USD para el bono USP97475AN08 y otros 5.000 \$USD para el bono USP97475AP55.

Tanto para el bono 2019 como para el 2024 con un precio del 140% y un tipo de cambio oficial de 2,15 BsF debe de cancelar al B.C.V un monto de 15.050 BsF, adicional a esto el 1% por concepto de comisión del banco que es 150,50BsF. Por

otro lado se debe de cancelar 18,06 BsF producto del IVA; el monto total en BsF a pagar por el inversionista es de 15.218,56 BsF; lo cual le da a cada dólar un valor implícito de 3,04 BsF/ \$ USD.

En la siguiente fase (Ver Tabla N° 5.3) se presenta los cálculos una vez que el inversionista toma la decisión de vender los bonos en el mercado secundario.

El bono 2019 con una cotización del 69,25% en el mercado, su venta alcanzó un monto de 3.463 \$ USD, a los cuales se les deducen la comisión cancelada a la casa de bolsa (1%) por un monto de 34,625 \$ USD. El monto total en dólares obtenido es de 3.427,88 \$ USD y cada dólar con un costo implícito de 4,44 BsF. Para el bono 2024, su cotización se ubicaba en un 73,50%, alcanzando su venta un monto de 3.675 \$ USD menos la comisión que es 36,75 \$ USD da como resultado 3.638,25 \$ USD; lo cual representa el monto total obtenido, mientras que cada dólar tiene un costo implícito de 4,18 BsF.

Una vez finalizada esta fase, continúa la parte de los cálculos para la demostración de si hubo oportunidad de arbitraje en esta emisión de bonos combinados, tal como se muestra en la Tabla N° 5.4. En la primera emisión se obtiene un monto de 3.427,88 \$USD, con una cotización para la fecha de 26/10/2.009 de 5,20 BsF da como resultado que el inversionista recibe un monto total de 17.824,25 BsF, con una inversión inicial de 15.218,56 BsF generando una utilidad de 2.606,39 BsF, lo que representa un rendimiento de 8,56%. Para la segunda emisión con un monto de 3.638,25\$USD se recibe un monto total de 18.918,90 BsF, con una inversión inicial de 15.218,56 BsF, se percibe una ganancia de 3.700,34 BsF y un rendimiento de 12,16%. La operación en forma conjunta arroja que con una inversión inicial de 30.437,12 BsF, genera una utilidad de 3.306,73 BsF alcanzando un rendimiento del 20,72% en el plazo de 20 días contados desde la fecha en la que se anunció el resultado de la adjudicación de estos títulos.

### Capítulo III: Estudio Empírico

**Tabla N° 5.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Bonos Soberanos (2019 y 2024)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	PRECIO DEL BONO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL BsF./\$ USD	MONTO A LIQUIDAR AL BCV EN BsF.	COMISIÓN DEL BANCO 1%	IVA 12%	MONTO TOTAL EN BsF. A PAGAR	VALOR IMPLÍCITO BsF./\$ USD
Bono 2019 13/10/2009 USP97475AN08	5.000	140%	2,15	15.050,00	150,50	18,06	15.218,56	3,04
Bono 2024 13/10/2009 USP97475AP55	5000	140%	2,15	15.050,00	150,50	18,06	15.218,56	3,04
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>	<b>140%</b>	<b>2,15</b>	<b>30.100,00</b>	<b>301</b>	<b>36</b>	<b>30.437,12</b>	<b>3,04</b>

**Tabla N° 5.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Bonos Soberanos (2019 y 2024)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	COTIZACIÓN MERCADO SECUNDARIO	VENTA DEL BONO	COMISIÓN CASA DE BOLSA 1%	MONTO TOTAL EN \$ USD OBTENIDOS	VALOR IMPLÍCITO BsF / \$ USD
Bono 2019 13/10/2009 USP97475AN08	5.000	69,25%	3.463	34,625	3.427,88	4,44
Bono 2024 13/10/2009 USP97475AP55	5.000	73,50%	3.675	36,75	3.638,25	4,18
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>	<b>-</b>	<b>7.138</b>	<b>71,38</b>	<b>7.066,13</b>	<b>-</b>

**Tabla N° 5.4. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Bonos Soberanos (2019 y 2024)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	MONTO TOTAL EN \$USD OBTENIDOS	TIPO DE CAMBIO MERCADO PARALELO BsF./\$ USD	MONTO TOTAL RECIBIDOS EN BsF.	INVERSIÓN INICIAL EN BsF.	UTILIDAD DE LA OPERACIÓN EN BsF	RENDIMIENTO	
Bono 2019 13/10/2009 USP97475AN08	3.427,88	26-10-09	5,20	17.824,95	15.218,56	2.606,39	8,56%
Bono 2024 13/10/2009 USP97475AP55	3.638,25	26-10-09	5,20	18.918,90	15.218,56	3.700,34	12,16%
<b>TOTAL</b>	<b>7.066,13</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>36.743,85</b>	<b>30.437,12</b>	<b>6.306,73</b>	<b>20,72%</b>

### **3.3.6. Petrobonos (2014 ,2015 Y 2016)**

El día 16/10/2009 se efectuó la convocatoria por parte de Petróleos de Venezuela S.A, para participar en la oferta pública combinada de Bonos Internacionales, la cual comprende la venta conjunta del PETROBONO (2014, 2015 y 2016), en los términos y condiciones señaladas en la Tabla N° 6.1.

**Tabla N° 6.1: Detalles de la Emisión “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)”**

<b>Títulos</b>	<b>Valor Nominal</b>	<b>Vencimiento</b>
PETROBONO 2014	USD 1.300.000.000,00	28 de Octubre de 2014
PETROBONO 2015	USD 1.300.000.000,00	28 de octubre de 2015
PETROBONO 2016	USD 400.000.000,00	28 de Octubre de 2016
<b>Oferta Total</b>	<b>USD 3.000.000.000,00</b>	

El precio de combinación de los Petrobonos fue del 138% del valor nominal y están integrado en un 43 1/3 por ciento por el Petrobono 2014, un 43 1/3 por ciento por el Petrobono 2015 y un 13 1/3 por ciento por el Petrobono 2016; los cuales pueden ser negociados en el mercado secundario de forma separada luego de su fecha de liquidación, bajo la custodia de Euroclear y/o Clearstream. Los Petrobonos han sido adquiridos por los inversionistas participantes al tipo de cambio oficial de dos bolívares fuertes con quince céntimos (BsF. 2,15 = 1,00 USD).

Los participantes convocados son: categoría I, todas las empresas del sector productivo Nacional debidamente registradas ante el registro de usuarios del sistema de administración de divisas (RUSAD) llevado por la comisión de administración de divisas (CADIVI) y cuyo objeto social implique el desarrollo de actividades productivas en los sectores de alimentos, salud y bienes de capital (Empresas Productivas). Categoría II, las personas naturales y jurídicas domiciliadas o residentes en Venezuela (inversionistas) incluyendo todas aquellas personas naturales o jurídicas

que no estén incluidas en la categoría I, y las entidades inscritas en el registro general del ministerio del poder popular para las finanzas para operaciones con títulos públicos (entidades). Los fondos de pensiones, cajas de ahorro, asociaciones de ahorro y entidades similares del sector público y debidamente registrado ante la superintendencia nacional de caja de ahorro deberán presentar sus órdenes de compra a través de Banfoandes, Banco Industrial de Venezuela y Banco del Tesoro.

En el anuncio de los resultados se llevo a cabo el 26/10/2009, en la cual se pudo constatar que se recibieron 5.515 órdenes de compras, para un total de 3.261,29 millones \$ USD, adjudicándose el 100% del monto demandado.

Tal como se evidencia en la Tabla N° 6.2 un inversionista que quiera invertir BF 10.000 en esta emisión de Bonos PDVSA 2014, 2015 y 2016 puede hacerlo pero tal como su combinación lo indique, en este caso para las dos primeras emisiones por un monto de BsF 4.333 y la tercera por un monto de BsF 1.334. En las dos (02) emisiones podemos observar que con un tipo de cambio de 2,15 BsF, el monto a liquidar al B.C.V es de 12.857 BsF; el monto de la comisión del banco es de 128,57 BsF (1% del monto a liquidar al B.C.V) y el I.V.A fue de 15,43 BsF. En la tercera emisión con un dólar a la misma cotización de las dos primeras emisiones, el total a cancelar al B.C.V es de 3.956,99 BsF; mientras que la comisión cancelada al banco y el I.V.A cancelado alcanzo un monto de 39,57 BsF y 4,74 BsF respectivamente.

La operación de forma global dio como resultado un total de 30.002,30 BsF, incluido la comisión de 297 BsF, el total del I.V.A a cancelar de 36 BsF. Por último el costo implícito de cada dólar es de 3 BsF.

En la Tabla N° 6.3 se presentan los cálculos una vez que el inversionista toma la decisión de vender los bonos en el mercado secundario. En la primera emisión PDVSA 2014 con un nivel de cotización del 72,38%, por esta venta se obtuvo un monto 3.136,23 \$ USD, se canceló una comisión a la casa de bolsa de 31,36 \$ USD,

obteniendo un monto total de 3.105,10 \$ USD y el costo de cada dólar tiene un valor implícito de 4,19 BsF. Para la segunda emisión PDVSA 2015 se cotizaba a un 68,58%, por lo cual percibe 2.968,11 \$ USD producto de la venta del bono. La comisión cancelada a la casa de bolsa y el monto total del monto obtenido es de 29,68 \$ USD y 2.938,42 \$ USD respectivamente, lo cual implica un dólar a un costo de 4,42 BsF. En la tercera y última emisión PDVSA 2016 se evidencia la cotización más baja del mercado (65%), por lo cual se obtuvo por la venta de ese bono un monto de 867,1 \$ USD, la comisión cancelada a la casa de bolsa es de 8,67 \$ USD, el total recibido por esta operación alcanza la suma de 858,22 \$ USD y el dólar tiene un valor implícito de 4,66 BsF. La operación es forma conjunta ofrece un total por venta de 6.971,44 \$ USD, una comisión cancelada a la casa de bolsa de 69,7 \$USD y el total en dólares obtenido es de 6.901,74 \$ USD.

En la tercera fase (Ver Tabla N° 6.4) se evidencia la oportunidad de arbitraje que existe al realizarse esta emisión de bonos combinada tal como se presenta a continuación. Podemos observar que para las tres (03) emisiones se trabaja con una misma cotización del tipo de cambio en el mercado paralelo que para la fecha del 10/11/2009 de 5,74 BsF/\$ (El plazo de la operación es de 14 días contados desde la fecha en la que se anunció el resultado de la adjudicación de estos títulos). Para la primera emisión el monto total recibido es de 17.823 BsF, con una inversión inicial de 13.001 BsF, obteniendo una utilidad en esta operación de 4.822,29 BsF y un rendimiento del 16,07 %. Para la segunda emisión se recibió un monto total de 16.866,55 BsF con una inversión inicial de 13.000 BsF, obteniendo una utilidad de 3.866,56 BsF, y una tasa de rendimiento del 12,86%. Para la tercera y última emisión se obtuvo un monto de 4.926,15 BsF, con una inversión de 4.001,31 BsF. El inversionista obtuvo una utilidad de 924,84 BsF, lo que se traduce en un rendimiento de un 3,08%.

### Capítulo III: Estudio Empírico

**Tabla N° 6.2. Fase I: Mercado Primario de Títulos de Deudas “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	PRECIO DEL BONO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL BsF./\$ USD	MONTO A LIQUIDAR AL BCV EN BsF.	COMISIÓN DEL BANCO 1%	IVA 12%	MONTO TOTAL EN BsF. A PAGAR	VALOR IMPLÍCITO BsF./\$ USD
PDVSA 2014 28/10/2009 XS0460546442	4.333	138%	2,15	12.857,00	128,57	15,43	13.001,00	3,00
PDVSA 2015 28/10/2009 XS0460546525	4.333	138%	2,15	12.857,00	128,56	15,43	13.000,00	3,00
PDVSA 2016 28/10/2009 XS0460546798	1.334	138%	2,15	3.956,99	39,57	4,75	4.001,31	3,00
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>	<b>138%</b>	<b>2,15</b>	<b>29.670,00</b>	<b>297</b>	<b>36</b>	<b>30.002,30</b>	<b>3,00</b>

**Tabla N° 6.3. Fase II: Mercado Secundario de Títulos de Deuda “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	VALOR NOMINAL	COTIZACIÓN MERCADO SECUNDARIO	VENTA DEL BONO	COMISIÓN CASA DE BOLSA 1%	MONTO TOTAL EN \$ USD OBTENIDOS	VALOR IMPLÍCITO BsF / \$ USD
PDVSA 2014 28/10/2009 XS0460546442	4.333	72,38%	3.136,23	31,36	3.105,10	4,19
PDVSA 2015 28/10/2009 XS0460546525	4.333	68,50%	2.968,11	29,68	2.938,42	4,42
PDVSA 2016 28/10/2009 XS0460546798	1.334	65,00%	867,1	8,67	858,22	4,66
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>		<b>6.971,44</b>	<b>69,7</b>	<b>6.901,74</b>	

**Tabla N° 6.4. Fase III: Compra y Venta en el Mercado Negro “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)”**

TÍTULOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA (ISIN)	MONTO TOTAL EN \$USD OBTENIDOS	TIPO DE CAMBIO MERCADO PARALELO BsF./\$ USD	MONTO TOTAL RECIBIDOS EN BsF.	INVERSIÓN INICIAL EN BsF.	UTILIDAD DE LA OPERACIÓN EN BsF	RENDIMIENTO
PDVSA 2014 28/10/2009 XS0460546442	3.105,10	10-11-09 5,74	17.823,29	13.001,00	4.822,29	16,07%
PDVSA 2015 28/10/2009 XS0460546525	2.938,42	10-11-09 5,74	16.866,55	13.000,00	3.866,56	12,89%
PDVSA 2016 28/10/2009 XS0460546798	858,22	10-11-09 5,74	4.926,15	4.001,31	924,84	3,08%

### ***Capítulo III: Estudio Empírico***

---

---

<b>TOTAL</b>	<b>6.901,74</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>30.002,30</b>	<b>9.613,69</b>	<b>32,04%</b>
--------------	-----------------	----------	----------	----------	------------------	-----------------	---------------

---

## **CONCLUSIONES**

Ante la necesidad de obtener recursos por parte de las empresas para llevar a cabo sus actividades y proyectos, los mercados han desarrollado diferentes tipos de herramientas que permiten la obtención de recursos financieros. Una de las herramientas más comunes es la emisión de bonos. Un bono es una forma de obtener financiamiento asumiendo una obligación financiera. Los gobiernos y las empresas emiten bonos en forma de títulos o certificados por medio de los cuales se comprometen a devolver al comprador del bono una cantidad específica de dinero correspondiente al valor nominal del bono más los correspondientes intereses. Esto quiere decir que quien compra el bono da unos recursos a quien emite el bono y, posteriormente, el comprador del bono recibe su dinero además del capital como retribución por no haber podido utilizar su dinero durante cierto tiempo.

En el caso de Venezuela el Gobierno y Pdvsa, a través del BCV y del Ministerio de Finanzas, recurren a estas emisiones de bonos en divisas pagaderos en moneda local para aumentar la oferta y contener la presión en el tipo de cambio del mercado paralelo. Hay que destacar que a medida que aumenta la depreciación del bolívar en el mercado paralelo, impacta en los precios de una amplia gama de productos. Esto afecta de manera negativa distintas variables macroeconómicas.

Desde que el presidente Chávez decretó una devaluación en Enero de 2010 y estableció un segundo tipo de cambio oficial, el dólar que se cotiza en el mercado negro se ha incrementado alrededor de 22 %, pese al intento de mantenerlo bajo control. La falta de liquidación de divisas por parte de las autoridades para cubrir una amplia gama de importaciones y deuda privada externa, así como las escasas subastas de “bonos cambiarios” por parte del Banco Central, están presionando el dólar en el mercado negro. El impacto de este problema sobre los precios ha sido un elemento

## *Conclusiones*

---

fundamental por el cual la inflación en Venezuela sigue trepando a un ritmo galopante en medio de una fuerte contracción económica. La inflación cerró en el año 2009 en un 25 % y en lo que va del año alcanza un nivel considerable cuya proyección la sitúan por encima del 30 por ciento a finales del presente año.

Hay que señalar que durante el desarrollo de esta investigación se hizo el anuncio de la entrada en vigencia del Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (SITME), que está bajo exclusivo control del BCV. La resolución establece que sólo los bancos podrán participar en el nuevo sistema, previa autorización del BCV, para vender los bonos a los inversionistas y empresas a partir de un monto de 1.000 dólares. Asimismo, el BCV fue autorizado para realizar visitas e inspecciones a las instituciones financieras para verificar el cumplimiento de los lineamientos del nuevo sistema. La fijación del valor de los títulos de deuda se hará bajo un sistema de bandas que determinará el BCV, y que será publicada en su página de internet, según refiere el nuevo convenio.

Una vez concluido nuestro estudio empírico que trato sobre en análisis de seis de las emisiones de bonos venezolanos en el periodo (2006-2009); podemos resaltar que la única emisión que arrojó un rendimiento negativo del 5,66% en un plazo de 21 días, fue el Bono de PDVSA (2017, 2027 y 2037). Pero es válido señalar que esta emisión puede servir como una oportunidad de especulación.

En la emisión del Bono de Sur se obtiene, en un plazo de 14 días, un rendimiento de 11,54%, que si lo anualizamos representa un rendimiento del 296,74%. Los Bonos Soberanos (2023 y 2028), en un plazo de 17 días aportan un rendimiento de 8,36%, lo que implica un rendimiento del 177% anual. Los Petrobonos 2011 generan un rendimiento de 51,63% en un plazo de 39 días, lo que representa un rendimiento anualizado de 476,58%. Los Bonos Soberanos (2019 y 2024) reportan un rendimiento de 20,72% en un plazo de 20 días. Esto representa un

## *Conclusiones*

---

rendimiento anualizado de 372,96%. Los Petrobonos (2014, 2015 y 2016) en un lapso de 14 días arrojan un rendimiento del 32,04%, alcanzando éste el rendimiento anual más alto de un 823,89%.

Del estudio empírico presentado podemos concluir que sí existen oportunidades de arbitraje y especulación entre el mercado permuta y el mercado negro, cada vez que se emiten títulos de deuda, ya que el rendimiento obtenido es muy elevado. Para cualquier inversionista estas emisiones pueden resultar atractivas, considerando que es difícil encontrar una inversión que ofrezca un rendimiento tan elevado como los que arrojan estas oportunidades de arbitraje. No obstante, es preciso dejar claro que las operaciones llevadas a cabo en el mercado negro constituyen un delito cambiario según la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios, según consta en Gaceta Oficial No. 38.879 de fecha 27 de febrero de 2008); por lo cual, queda claro que el riesgo es elevado.

Es importante resaltar que esta investigación ha sido realizada con fines académicos para verificar la existencia de una distorsión que viene presentándose en nuestra economía. No debe ser tomado como incentivo para participar en este tipo de operación por su carácter de ilegalidad.

## **BIBLIOGRAFÍA**

Adjudicación Directa de Letras del Tesoro y Bonos de la Deuda Pública Nacional. Obtenido el 30 de Marzo del 2.010 de [//www.bcv.org.ve/c5/deudapublica.asp](http://www.bcv.org.ve/c5/deudapublica.asp)

Atrazyt, I. (2.003). La tasa tobin: Solidaridad entre naciones. Icaria Editorial.

Buscando dólares. Obtenido el 17 de Marzo del 2.010 de <http://dólarpermutavenezuela.blogspot.com/2010/05/el-precio-del-dólar-flotara.html>

Carbaugh, R. (2.004). Economía Internacional. Novena Edición. Cengage Learning Editorial.

Cotización del dólar paralelo. Obtenido el 26 de Marzo del 2.010 de <http://venezuelafx.blogspot.com>

Cuarta, V. (2.006). Diccionario Económico Financiero. Editorial Universitaria.

Chancellor, E. (1.999). Una historia de la especulación financiera. Ediciones Granica. S.A.

Diez de Castro, L. (2.007). Mercado financieros internacionales. Dykison Editorial-Librería Jurídica.

El dólar paralelo en Venezuela. Obtenido el 16 de Marzo de 2.010 de <http://www.dollarparalelovenezuela.com/>

El precio del dólar en Venezuela (2.005- 2.009). Obtenido el 16 de Marzo de 2.010, de <http://www.venelogia.com/archivos/707/>.

García, G. (1.999). Instrumentos Financieros del Comercio Internacional. Fundación Confemental.

Glosario de los Bonos Soberanos de Venezuela. Obtenido el 28 de Marzo del 2.010 en <http://www.bancomercantil.com/mercprod/site/economica/trimestral.pdf>

## ***Bibliografía***

---

- González, R. (1.999). Principios de la Economía. Editorial Las Palmeras.
- Guaresti, J (1.977). Economía política. Editorial Vasca Ekin.
- Hernández, L. (2.003). Los riesgos y su cobertura en el Comercio Internacional. F.C Editorial.
- Lawrence J. Gitman, M y otros. (2.005). Fundamento de la Inversión. Pearson Educacion, S.A.
- Mascareñas, J. López, J y otros. (1.995). Acciones, bonos y fondos de inversión. Ediciones Pirámides.
- Mathieu, V. (1.990). Filosofía del dinero. Ediciones Rialp.
- Ortiz, L. (2.001). El dinero: La teoría, la política y las instituciones. Facultad de Economía UNAM.
- Petróleos de Venezuela, S.A. Convocatorias para la Oferta Pública de Bonos. Obtenido. [www.pdvsa.com/interface.sp/database/fichero/publicacion/1744/73.PDF](http://www.pdvsa.com/interface.sp/database/fichero/publicacion/1744/73.PDF) F el 27 de Marzo de 2.010.
- Sepúlveda, C. (1.996). Diccionario de términos económicos. E. U. Universitaria.
- Soldevilla G. Emilio. (1.996). Opciones y futuros sobre divisas: Estrategias negociadoras del riesgo de cambio. Ediciones Díaz de Santos.
- Tucker, I. (2.001). Fundamento de la Economía. Cengage Learning Editorial.

# HOJA DE METADATOS

# Hoja de Metadatos para Tesis y Trabajos de Ascenso – 1/5

<b>Título</b>	<b>OPORTUNIDAD DE ARBITRAJE Y ESPECULACION ENTRE EL MERCADO PERMUTA Y EL MERCADO NEGRO EN VENEZUELA. PERIODO (2006–2009)</b>
<b>Subtítulo</b>	

## **Autor(es)**

<b>Apellidos y Nombres</b>	<b>Código CVLAC / e-mail</b>	
Ledy J. Rodríguez	<b>CVLAC</b>	V-12.657.543
	<b>e-mail</b>	ledyrodriguez@hotmail.com
	<b>e-mail</b>	
Oswaldo J. Palmares	<b>CVLAC</b>	V-12.156.442
	<b>e-mail</b>	oswaldo2628@hotmail.com
	<b>e-mail</b>	
	<b>CVLAC</b>	
	<b>e-mail</b>	
	<b>e-mail</b>	
	<b>CVLAC</b>	
	<b>e-mail</b>	
	<b>e-mail</b>	

## **Palabras o frases claves:**

- Tipo de Cambio
- Control de Cambio
- Mercado Paralelo
- Mercado Negro
- Mercado Permuta
- Títulos de Deuda Pública Externa

# Hoja de Metadatos para Tesis y Trabajos de Ascenso – 2/5

## Líneas y sublíneas de investigación:

Área	Subárea
Ciencias Administrativas	Administración
Finanzas	Finanzas Internacionales

## Resumen (abstract):

Cuando las reservas internacionales de un país se ven comprometidas por la excesiva demanda de divisas que son requeridas para satisfacer las importaciones que resultan más atractivas que la producción interna, nos indica que en el tipo de cambio está sobrevaluada la moneda local. Adicionalmente, la incertidumbre política y económica ahuyenta la inversión y fomenta la fuga de capitales. Generalmente para corregir esta situación se requiere implementar un sistema de control de cambio para superar a corto plazo el impacto negativo que se produce en la economía interna y que se refleja principalmente en la balanza de pagos. Cuando esta medida se mantiene en el tiempo se crea un mercado ilegal de divisas, generalmente conocido como mercado negro, en el que se satisfacen las necesidades de divisas que no son obtenidas a través del mecanismo oficial. El problema se agudiza cuando el tipo de cambio en ambos mercados difiere significativamente y los bienes importados son negociados al tipo de cambio del mercado negro y, muchas veces, los costos de otros bienes son imputados a este tipo cambio aún cuando son adquiridos al tipo de cambio oficial. En Venezuela esta situación produce un efecto negativo en la economía. Desde el año 2004 se ha implementado un mecanismo permuta a través de las emisiones de títulos de deuda pública externa que pueden ser adquiridos con moneda local, a objeto de controlar el mercado negro. Esta solución ha incorporado a nuestra economía un nuevo tipo de cambio conocido como permuta y que se ubica entre el tipo oficial y el tipo de cambio del mercado negro. Las oportunidades de arbitraje se presentan cuando los precios de un activo son diferentes en dos mercados, por lo que aprovechar estas diferencias conlleva a una ganancia segura. En este trabajo de investigación se demuestran las oportunidades de arbitraje y especulación entre el mercado permuta y el mercado negro. A tal efecto se han tomado como referencia seis emisiones de títulos de deuda pública externa venezolana en el período (2006-2009). Para facilitar los cálculos se ha dividido el proceso en tres etapas: mercado primario de títulos de deuda, mercado secundario y mercado negro de divisas.



# Hoja de Metadatos para Tesis y Trabajos de Ascenso – 3/5

## Contribuidores:

Apellidos y Nombres	ROL / Código CVLAC / e-mail	
Módica M., Antonina	ROL	CA <input type="checkbox"/> AS <input checked="" type="checkbox"/> TU <input type="checkbox"/> JU <input type="checkbox"/>
	CVLAC	V-8.763.465
	e-mail	antoninamodica@hotmail.com
	e-mail	
	ROL	CA <input type="checkbox"/> AS <input type="checkbox"/> TU <input type="checkbox"/> JU <input type="checkbox"/>
	CVLAC	
	e-mail	
	e-mail	
	ROL	CA <input type="checkbox"/> AS <input type="checkbox"/> TU <input type="checkbox"/> JU <input type="checkbox"/>
	CVLAC	
	e-mail	
	e-mail	
	ROL	CA <input type="checkbox"/> AS <input type="checkbox"/> TU <input type="checkbox"/> JU <input type="checkbox"/>
	CVLAC	
	e-mail	
	e-mail	

## Fecha de discusión y aprobación:

Año	Mes	Día
2010	07	28

Lenguaje: SPA

# Hoja de Metadatos para Tesis y Trabajos de Ascenso – 4/5

## Archivo(s):

Nombre de archivo	Tipo MIME
Tesis-RodriguezLedy.doc	Aplication/Word
Tesis-PalmaresOswaldo.doc	Aplication/Word

## Alcance:

**Espacial :** Nacional (Opcional)

**Temporal:** Temporal (Opcional)

## Título o Grado asociado con el trabajo:

Licenciado en Administración y Licenciado en Contaduría

## Nivel Asociado con el Trabajo:

Licenciado

## Área de Estudio:

Administración y Contaduría

## Institución(es) que garantiza(n) el Título o grado:

UNIVERSIDAD DE ORIENTE

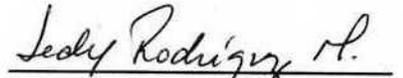
# Hoja de Metadatos para Tesis y Trabajos de Ascenso – 5/5

## Derechos:

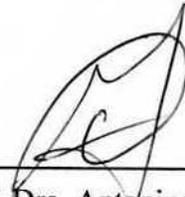
Nosotros **Palmares L., Oswaldo J. y Rodríguez M. Ledy J.;** autorizamos a la Universidad de Oriente a publicar el Trabajo de Grado con fines educativos.



Palmares L., Oswaldo J.  
**AUTOR 1**



Rodríguez M., Ledy J.  
**AUTOR 2**



Prof. Dra. Antonina Mónica  
**ASESOR**



**POR LA COMISIÓN DE TRABAJO DE GRADO**  
**(Profesor: Econ. Msc. RAFAEL GARCÍA**  
**COORDINADOR**



