

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



**IMPACTO DE LOS TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA
EXTERNA EN EL TIPO DE CAMBIO DEL MERCADO
NEGRO EN EL CONTEXTO VENEZOLANO
PERIODO (2006-2009)**

Presentado Por:

Br. Parejo R., José J.
Br. Ramírez V., Nada R.

Trabajo de Curso Especial de Grado presentado como requisito parcial
para optar al título de Licenciado en Contaduría Pública

Cumaná Julio 2010

UNIVERSIDAD DE ORIENTE
NÚCLEO DE SUCRE
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN



IMPACTO DE LOS TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA EXTERNA
EN EL TIPO DE CAMBIO DEL MERCADO NEGRO
EN EL CONTEXTO VENEZOLANO
PERIODO (2006-2009)

Autores: Br. Parejo R., José J.
Br. Ramírez V., Nada R.

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.

A handwritten signature in black ink, appearing to be "A. Milo", is written over a horizontal line. The signature is stylized and somewhat abstract.

Jurado Asesor

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

Tabla de contenido

DEDICATORIA	iv
AGRADECIMIENTO	vi
LISTA DE TABLAS	viii
LISTA DE FIGURAS	ix
RESUMEN.....	x
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I.....	3
GENERALIDADES DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	3
1.1. Planteamiento del Problema	3
1.2. Objetivos de la Investigación	5
1.2.1. Objetivo general	5
1.2.2. Objetivos específicos.....	5
1.3. Hipótesis de la Investigación.....	6
1.4. Justificación.....	6
1.5. Metodología.....	7
1.6. Limitaciones	9
CAPÍTULO II	10
MARCO TEÓRICO	10
2.1. Control de Cambio	10
2.2. Tipos de Controles de Cambio	14

Índice General

2.3. Ventajas y Desventajas de un Sistema de Control de Cambio	16
2.4. Los Instrumentos ADR	20
2.4.1. ADR no patrocinados	24
2.4.2. ADR patrocinados	25
2.4.3. ADR no registrado	25
2.4.4. ADR registrados	26
2.4.5. ADR nivel I	26
2.4.6. ADR nivel II	27
2.4.7. ADR nivel III	27
2.4.8. GDRS oferta global	29
2.5. ADR CANTV	29
2.6. Los Instrumentos de Deuda Pública	33
2.6.1. Deuda Pública Interna	34
2.6.2. Deuda a Corto, Medio y Largo plazo	34
2.6.3. Deuda Amortizable y Perpetua	35
2.6.4. Deuda Pública Externa	35
CAPÍTULO III	43
ESTUDIO EMPÍRICO	43
3.1. Introducción	43
3.2. Técnica Estadística “Event Study”	44
3.3. Resultados	50
3.3.1. Bonos del Sur	50

Índice General

3.3.2. Bonos PDVSA (2017, 2027 Y 2037)	54
3.3.3. Bonos el Venezolano I.....	58
3.3.4. Bonos Soberanos (2023 Y 2028).....	62
3.3.5. Petrobono 2011.....	67
3.3.6. Bonos Soberanos (2019 Y 2024).....	70
3.3.7. Petrobonos (2014 ,2015 Y 2016).....	72
CONCLUSIONES	75
BIBLIOGRAFÍA	77
HOJA DE METADATOS	80

DEDICATORIA

Hoy cuando por fin logro alcanzar una de las metas más importantes de mi vida, y por la cual luche incansablemente contra innumerables adversidades, quisiera dedicar este gran sueño y significativo triunfo:

*A MI DIOS, el ser más grande y poderoso, el creador de todo el universo, muchas gracias padre celestial por haberme dado el valor, la confianza y la sabiduría para alcanzar esta meta propuesta que tanto he anhelado. **Gracias por iluminarme.***

*A MIS ABUELOS, muy en especial a mi abuela Luisa Parejo sin lugar a duda sin tu presencia no estaría en este lugar soy todo lo que soy gracias a ti. **Te quiero mucho.***

*A MIS PADRES, por su maravillosa educación y el gran amor que siempre me han brindado y por estar cuidándome y siempre estar ahí en los momentos más duros de mi trayecto. **Padres lo logre.***

*A MIS HERMANOS, este triunfo es para ustedes y para que les sirva de ejemplo y estímulo para conseguir todo objetivo que se propongan son brillantes Gabriela e Iván Jesús. **Los quiero mucho a los dos.***

*A MIS PRIMOS, en especial a Jesús Armando, Manuel Alejandro, Carlos Enrique y Elizabeth cuatro hermanos más que Dios me otorgo este triunfo es de ustedes también. **Los quiero primos.***

*A MIS TIOS, en especial a Marisela mi segunda madre siempre hay conmigo, a mi tío Enrique por su mano dura para hacer las cosas de la mejor manera y a José Jesús por su disposición siempre a ayudarme. **Son maravillosos.***

José Parejo

Dedicatoria

Hoy termina un largo trayecto con el logro de una meta y comienza a abrirse nuevos caminos por recorrer.

A Dios y el Dr. José Gregorio Hernández por haberme acompañado e iluminado durante mis quebrantos de salud. Permitiéndome terminar esta meta y continuar logrando aspiraciones.

A mis padres, Leopoldo Ramírez y María de Ramírez por apoyarme en todo lo me propuesto por todos sus consejos, por girarme al camino correcto y hacerme una persona de bien. Espero se sientan orgullosos de mí. Los quiero.

*A mi hijo, Roween Campos. Por todo su amor incondicional, por quererme y comprenderme. **Lo amo.***

A mis hijos. Aun que no los conocí los quiero aunque no los toque los siento cada momento.

A mi compañero sentimental, Yanki Veliz. Por su inmenso amor, comprensión y por estar a mi lado en los momentos gratos y difíciles de mis estudios. Gracias por la paciencia y por la ayuda que me has brindado, a ti te debo gran parte de este triunfo.

Nada Ramírez

AGRADECIMIENTO

Quiero agradecer de la forma más sincera a todas aquellas personas que de alguna manera contribuyeron a la culminación de este trabajo; especialmente me permito mencionar:

A todos los profesores de la escuela de administración y contaduría de la universidad de oriente del núcleo de sucre, por su colaboración en enseñarme toda esa gama de estudios los cuales me tienen actualmente en este lugar tan privilegiado.

A mi profesora Antonina Módica Milo, sencillamente excepcional una gran asesora y comprensible persona, gracias por todo. Gente como usted hace mucha falta en la universidad.

A mi compañera Nada Ramírez, eres una excelente compañera siempre hay para todo lo que se venía, si tendría que escoger a otra persona para investigaciones futuras quisiera encontrarme a alguien igual que tu.

José Parejo

Agradecimiento

Cuando uno logra algo importante en el transcurso de la vida, eso llena de alegría y satisfacción y lo considera como un merecido premio. Por eso quiero expresar mi más sincero agradecimiento a las siguientes personas que de una u otra forma colaboraron para llevar a cabo este trabajo.

*A mi **Dios** todo poderoso, por darme fortalezas en los momentos de debilidad; aquellos en los que pensé que nunca lo iba a lograr.*

*A mis padres queridos, **Leopoldo Ramírez** y **María de Ramírez** por ser siempre esa luz al final del túnel; este triunfo que hoy obtengo se los dedico a ellos, por todos los sacrificios que tuvieron que hacer para sacarnos adelante y hacer de todos tus hijos mujeres de bien; muchas gracias por todo su amor y comprensión.*

*A mi asesora académica y hermosa mujer, **Dra. Antonina Módica** por su valioso apoyo, preocupación, paciencia e ideas, las cuales hicieron posible la realización y culminación de este trabajo, la considero una gran amiga y por favor nunca cambie y si lo hace que sea para mejor, Dios la bendiga. GRACIAS.*

*A mi amigo y valioso compañero **José Parejo**, con quien compartí momentos duros y frustrantes en la realización de nuestro trabajo y del cual pudimos salir triunfadores.*

Nada Ramírez

LISTA DE TABLAS

Tabla N° 1: Descripción del Periodo de Cada Emisión de Bonos	44
Tabla N° 2: Detalles de la Emisión “Bonos del Sur”	50
Tabla N° 3: Valores Descriptivos “Bonos Del Sur”	52
Tabla N° 4: Detalles de la Emisión “Bonos PDVSA (2017, 2027 Y 2037)”	54
Tabla N° 5: Valores Descriptivos “Bonos de PDVSA (2017, 2027, 2037)”	55
Tabla N° 6: Detalles de la Emisión “Bonos el Venezolano I”	58
Tabla N° 7: Valores Descriptivos “Bonos Bonos El Venezolano I”	60
Tabla N° 8: Detalles de la Emisión “Bonos Soberanos (2023 y 2028)”	62
Tabla N° 9: Valores Descriptivos “Bonos Soberanos (2023 Y 2028)”	64
Tabla N° 10: Valores Descriptivos “Petrobonos 2011”	69
Tabla N° 11: Detalles de la Emisión “Bonos Soberanos (2019 y 2024)”	70
Tabla N° 12: Detalles de la Emisión “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)”	72
Tabla N° 13: Valores Descriptivos “Bonos Soberanos (2019 y 2024) y Petrobonos (2014,2015 y 2016)”	73

LISTA DE FIGURAS

Figura N° 1: Técnica Event Study: Predicción y Estimación. 45

Figura N° 2: Bonos del Sur 52

Figura N° 3: Bonos de PDVSA (2017, 2027, 2037) 56

Figura N° 4: Bonos El Venezolano I..... 60

Figura N° 5: Bonos Soberanos (2023 Y 2028)..... 64

Figura N° 6: Petrobonos 2011 69

Figura N° 7: Bonos Soberanos (2019 y 2024) y Petrobonos (2014,2015 y 2016) 74

**IMPACTO DE LOS TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA EXTERNA EN EL
TIPO DE CAMBIO DEL MERCADO NEGRO
EN EL CONTEXTO VENEZOLANO
PERIODO (2006-2009)**

Autores: Br. Parejo R., José J.
Br. Ramirez V., Nada R.
Asesor: Prof. Dr. Antonina Mónica M.
Fecha: Julio de 2010

RESUMEN

Un sistema de control de cambio es implementado para minimizar el impacto negativo que se produce en la economía interna y que se refleja principalmente en la balanza de pagos. Ante la dificultad de los inversionistas en obtener divisas a través del mecanismo oficial se genera un mercado negro en el cual se canalizan estas necesidades. El problema radica cuando el tipo de cambio en ambos mercados difiere significativamente. Esto perjudica la economía interna ya que nuestra economía depende en gran parte de las importaciones. Muchos de los bienes importados son negociados al tipo de cambio del mercado negro y los costos de otros bienes son imputados a este tipo cambio aún cuando son adquiridos al tipo de cambio oficial. Esta situación produce un efecto negativo en la economía Venezolana; por lo que el gobierno consciente de esto, 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. Hemos utilizado la técnica “Event Study”, en su fase inicial, para identificar si existe una variación anormal significativa en la cotización del tipo de cambio en el mercado negro en relación al anuncio de los resultados de las emisiones de deuda pública externa venezolana en el período 2006-2009. En la evidencia empírica se muestra cómo interpreta el mercado los anuncios de la convocatoria y adjudicación de los títulos de deuda en la fase previa y posterior. Se han determinado las características particulares de cada emisión para identificar la percepción del mercado ante la oportunidad de utilizar esta opción como un instrumento permuta. Se concluye que las características de cada instrumento han sido factores determinantes en la aceptación de estos títulos por parte de los inversionistas observándose que en el tipo de cambio del mercado negro se aprecia nuestra moneda con respecto al dólar tanto en la fase previa como posterior cuando el inversionista le resulta atractivo como mecanismo permuta.

PALABRAS CLAVES: Control de cambio, mercado negro, mercado permuta, títulos de deuda pública externa.

INTRODUCCIÓN

Las finanzas internacionales es un área de conocimiento que combina los elementos de finanzas corporativas y economía internacional donde se estudia el flujo de bienes y servicios entre los países y como cada uno de estos cubren sus debilidades con las fortalezas de otros, ahora bien un proceso que viene en conjunto con esta rama económica es el denominado periodo de globalización el cual propicia la apertura de una nación con el resto del mundo en donde a través de las innovaciones tecnológicas las distancias se hacen más pequeñas originando alianzas estratégicas importantes. Podríamos enmarcar como punto central del análisis la balanza de pagos cuya variable fundamental que se origina a través de esta es el tipo de cambio que en el mercado de divisas regula la compra y venta de las monedas extranjeras, en el caso de Venezuela este mercado es regulado y restringido por el gobierno mediante un control cambiario que desde febrero del año 2003 fiscaliza las operaciones que se den con la divisa.

El gobierno ha propuesto este control de cambio con la firme intención de evitar la fuga de capitales al exterior 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 cubre la necesidad de monedas extranjeras que demandan los inversionistas ocasionando que estos participen constantemente en el mercado negro lugar que además de proveer las divisas necesarias crea un gran problema a la economía ya que el tipo de cambio que se maneja es muy diferente al tipo de cambio oficial.

De igual manera en este mercado paralelo no hay una institución o un ente que regule las transacciones que ahí se llevan a cabo, dándose situaciones en las cuales una persona adquiera cierta cantidad de divisas por cualquier cantidad de bolívares y

a los veinte minutos otra persona adquiriera la misma cantidad de dólares pero por un precio superior al anterior hasta de un veinte por ciento, esto se debe en gran parte a la falta de 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 un poco ese mercado negro que tanto daño le hace a la economía interna del país, anteriormente estaban los ADR cantv el cual se utilizaba 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 denominadas en bolívares y pagaderas en dólares, es decir, las personas que adquieran estos títulos valores en bolívares recibirán dólares esto con el fin de satisfacer la demanda por parte de las personas y propiciar una baja en el tipo de cambio del mercado negro.

Tomando en consideración lo anterior, la presente investigación consta de cuatro capítulos estructurados de la siguiente manera: Capítulo I: Donde 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. Capítulo II: Donde se describe el marco teórico haciendo referencia en el control de cambio e instrumentos permuta. Capítulo III: Donde se desarrolla nuestro estudio empírico. Capítulo IV: Donde se puntualizan las conclusiones del trabajo de investigación. Finalmente se presenta la bibliografía consultada.

CAPÍTULO I

GENERALIDADES DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1. Planteamiento del Problema

Actualmente en el mundo económico una de las doctrinas que cobran mucha importancia para el estudio de las relaciones comerciales entre los países son las finanzas internacionales. Entendiéndose esta como el estudio del flujo de bienes y servicios termino aplicados en economía al conjunto de operaciones de compra venta de instrumentos legales o movimientos de capitales entre países. Estos movimientos han ido cobrando importancia a lo largo de la década de 1980 y 1990 a medida que se liberalizaba el sistema financiero internacional y se suprimían los controles sobre el tipo de cambio, esto satisfaciendo o cubriendo las debilidades de unos países con las fortalezas y ventajas de los otros.

Existen diversas formas en que los países controlan y establecen los tipos de cambio. Actualmente en nuestro país existe desde febrero de 2003 un sistema de control de cambio donde para cada grupo de operaciones de oferta y demanda, se fija un tipo de cambio una preferencial para entrada de capital en 2,30 bolívares por dólar y otro no preferencial para determinar importaciones y salidas de capital y operaciones restantes 4,30 bolívares por dólar, representando una barrera para las relaciones internacionales, si bien el control de cambio no bloquea totalmente las relaciones si las restringen considerablemente en este sentido se han ido creando conjuntamente un mercado paralelo o permuta para poder satisfacer las necesidades de divisas que no han sido satisfechas por los mecanismos oficiales de control de cambio el problema se plantea porque ese tipo de cambio paralelo es muy diferente al del control de cambio oficial, es decir se maneja una compra venta de divisas donde no intervienen ningún ente oficial como institución financiera o una casa de cambio

estas fijan un precio al mercado muchísimo mayor al establecido oficialmente por lo general un 20 % por encima del fijado.

Para frenar o equilibrar dicho mercado el gobierno implemento un mecanismo alternativo para aliviar la demanda de divisas para poder cubrir las importaciones y por otra parte sirve de marco referencial para el tipo de cambio del mercado paralelo.

El banco central de Venezuela, en el marco de la estrategia cambiaria diseñada y establecida en el faculta para participar regularmente en el mercado títulos en moneda extranjera, ha decidido invitar a todos los bancos universales, bancos comerciales, entidades de ahorro y préstamo y casas de bolsa, inscritas en el registro general del banco central de Venezuela para operaciones con títulos(entidades) así como a las personas naturales y jurídicas residentes en Venezuela, a través de dicha instituciones.

Recientemente en Venezuela se han producido una serie de emisiones de bonos muy distintos a los bonos utilizados por el gobierno nacional, llamados bonos cambiarios por su facilidad de convertirse en moneda extranjera en un corto plazo. Estos bonos se pueden caracterizar porque podrán ser adquiridos al tipo de cambio oficial de 4,30 bolívares al mismo tiempo negociarse en el mercado secundario nacional e internacional, siendo estos bonos cero cupones y con vencimiento en 90 días posteriores a su colocación en el mercado.

A principio de este año 2010 se han emitido aproximadamente 310 millones de dólares de la deuda externa, tratando de aplacar la creciente demanda de divisas en medio del control de cambio que disparo el valor del dólar en el llamado mercado paralelo.

Debido a las continuas emisiones de bonos cambiarios por parte del gobierno central hemos decidido estudiar las variaciones que tiene el mercado paralelo al

anunciar una nueva subasta de bonos cambiarios venezolanos (B.C.V) para esto utilizaremos la técnica de Evens Study y realizaremos pruebas empíricas. Para determinar si el precio del dólar paralelo baja o se mantiene y todas las posibles variaciones que puedan ocurrir luego de las continuas emisiones y posteriores colocaciones de bonos de la deuda, todo esto para controlar el mercado paralelo.

De acuerdo a estas reflexiones se han planteado las siguientes interrogantes:

¿Cuáles son los mecanismos alternativos al mercado paralelo que son utilizados para la obtención de divisas?

¿Cuál es el efecto que produce el anuncio y posterior colocación de una emisión de deuda pública externa en el tipo de cambio paralelo?

1.2. Objetivos de la Investigación

Para dar respuestas a estas interrogantes nos hemos planteado los siguientes objetivos de investigación.

1.2.1. Objetivo general

Estudiar el impacto que produce la emisión de deuda pública externa en el tipo de cambio del mercado paralelo en el contexto del mercado venezolano en las colocaciones adjudicadas a partir del año 2009.

1.2.2. Objetivos específicos

- Conocer los fundamentos teóricos de un control de cambio

- Conocer los mecanismos alternativos en un sistema de control de cambio para canalizar la demanda de divisas no satisfechas por el mercado oficial.
- Explicar los fundamentos teóricos de los ADR Cantv como vía alterna para convertir la moneda local en divisa y como marco referencial del tipo de cambio paralelo.
- Identificar las emisiones de deuda pública externa de la República Bolivariana de Venezuela adjudicadas desde enero del 2009.
- Identificar el tipo de cambio diario del mercado paralelo desde enero del 2009
- Determinar el impacto que tiene una emisión de deuda pública externa en el tipo de cambio del mercado paralelo desde que se notifica hasta que se coloca cada una de las emisiones.

1.3. Hipótesis de la Investigación

De acuerdo a la revisión documental sobre el tema de investigación hemos identificado lo siguiente: Cada vez que se anuncia la emisión y posterior colocación de títulos de la deuda pública externa esto produce un efecto positivo en el tipo de cambio paralelo, es decir nuestra moneda se aprecia con respecto a la divisa.

1.4. Justificación

La justificación de nuestro trabajo de investigación está dada por la importancia que vislumbra este tema de actualidad es por eso que se hace importante explicar el

impacto de un control de cambio en nuestra economía de igual manera se hace indispensable llevar un conocimiento concreto acerca de cuáles son esas vías alternas que permiten adquirir divisas por eso es de vital importancia para nuestra investigación explicar que es un beneficio contar con un mecanismo alternativo como son los títulos de deuda pública para la demanda insatisfecha de divisas y con el firme propósito de controlar el valor del dólar en el mercado negro, a si mismo conocer cuáles son dichos mecanismos alternativos, sus características y manera de obtener este beneficio en las entidades autorizadas por el banco central, de otra manera este estudio tiene como objetivo agregado brindar a las personas naturales y jurídicas una manera alterna de conseguir moneda extranjera de una forma rápida y segura, facilitándole a estas personas o empresas un precio muy por debajo del que ofrece el mercado paralelo y en consecuencia frenando el incremento del dólar en el mercado negro manteniéndose muy similar al precio oficial en el mercado legal.

Por último, este tema está planteado para sembrar una base, es decir, hacerle llegar un conocimiento específico a los estudiantes de la escuela de administración y contaduría del núcleo de sucre acerca del impacto de los títulos de deuda pública extranjera en el mercado negro venezolano y de esta manera en tiempos posteriores profundizar esta investigación y desarrollar en su totalidad la técnica estadística utilizada para la realización de nuestro trabajo de grado.

1.5. Metodología

En esta sección, corresponde esbozar lo referente al ¿cómo hacer la investigación?, en otras palabras, a los métodos, técnicas e instrumentos que permiten abordar una investigación teniendo presente que se trata de la aproximación científica a un tópico de estudio.

En cuanto al método, se puede decir que es una serie de pasos sucesivos que conducen a una meta. Por tanto, puede entenderse el método como el camino que permite llegar al conocimiento en el cual se definen y señalan las operaciones, mecanismos e instrumentos que serán utilizados.

La aproximación metodológica en el presente trabajo de investigación involucra el tipo y nivel de investigación, que da respuestas a los diferentes objetivos de la investigación la cual está enmarcada en los criterios que permitan definir la manera de cómo se recolecta la información, lo cual sirve de base para la delimitación de la misma. Asimismo, el marco metodológico constituye el plan general del investigador para obtener respuestas a sus interrogantes o comprobar la hipótesis de investigación al desglosar las estrategias básicas que el investigador adopta para generar información exacta e interpretable.

Otro elemento que forma parte de esta metodología son las técnicas, instrumentos, estrategias y procedimientos para la obtención, análisis e interpretación de la información que tiene que ver con el uso de diversas técnicas que le permitieron al investigador obtener toda la información o datos que requirió para el desarrollo de la misma.

A continuación se especifica la metodología utilizada para el desarrollo de esta investigación:

- Tipo: documental y nivel: descriptivo y explicativo.
- Fuente de información: secundaria: bibliográficas, hemeroteca y electrónica.
- Técnicas: recolección y fichaje

- Instrumentos: papel, fichas, ofimática, pendrive.
- Procesamiento y análisis de datos: técnicas de análisis de información (inductiva-deductiva).
- Técnica estadística: “Event Study”
- Presentación de los resultados: gráficas.

1.6. Limitaciones

- El tiempo que se dispone para el desarrollo de esta investigación es nuestra principal limitación.
- Las fuentes de información disponibles sobre el tema, en especial las referencias sobre los acontecimientos pasados, han sido escasos.
- En la actualidad, se aplica un sistema de control de cambios en Venezuela, en el cual todo lo relacionado con el mercado paralelo está sujeto a una ley de ilícito cambiario. Esto hace que la información relacionada con el tipo de cambio paralelo no esté disponible.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

2.1. Control de Cambio

En una economía libre, sin control de cambio, todas las personas pueden saber rápida y fácilmente cuál es el tipo de cambio de una moneda con respecto a otra, mientras que, cuando se instaure un control de cambio como ha sido el caso de Venezuela desde enero del 2003, surge inmediatamente lo que se llama el "mercado negro", que consiste en el intercambio de una moneda por otra, entre empresas o particulares, sin la intermediación de un ente financiero como una casa de cambio o un banco. Al no haber mucha información se da el caso que, en un mismo día, una persona haga un cambio a un valor y otra persona a un valor muy distinto, que puede ser hasta un 20% más alto o más bajo. En tal sentido, cuando se restringen los procesos normales en una economía relacionados con la libre convertibilidad de la moneda local con respecto a otras divisas, inmediatamente surgen mecanismos alternos para suplir las ausencias.

Silva (2000), comenta el desarrollo de la actividad cambiaria en el país hasta antes del Viernes Negro. El experto financiero refiere que "uno de los sectores donde con mayor intensidad se puso de manifiesto la discrepancia creada por el sector petrolero respecto al agropecuario tradicional fue el cambiario. Prácticamente desde que comenzó la explotación de hidrocarburos en el país se perfilaron dos sectores bien definidos que la literatura económica ha denominado sector petrolero y resto de la economía".

El sector petrolero deja entrever Silva se caracteriza por ser altamente técnico, muy productivo y rentable, con mercados exteriores estables, genera poca mano de obra y su control productivo es monopólico. Caso contrario, el de la agricultura, pues

esta es rudimentaria, tiene mercados volubles, ocupa gran cantidad de pobladores y compite con productos provenientes de países con monedas devaluadas. Esto dificultó establecer un tipo de cambio uniforme para ambos sectores y obligó a buscar soluciones específicas, entre ellas el régimen de cambios diferenciales que, con ligeras alteraciones, permaneció vigente en el país por más de 35 años, desde 1940 hasta mediados de 1976, cuando se eliminó el dólar petrolero y se implantó una virtual unificación cambiaria".

Silva (2000), clarifica que para que Venezuela tuviera un buen índice de rendimiento fiscal y en su balanza de pagos y para que la nación pudiera tener una mejor y mayor participación en el negocio petrolero, antes de la nacionalización, era "conveniente que el tipo de cambio del bolívar respecto al dólar se ajustase lo más posible a la paridad de entonces -3,06 bolívares por dólar- pues de ese modo las empresas petroleras tendrían que ofrecer una mayor cantidad de divisas a cambio de los bolívares que necesitaban para cancelar en Venezuela sus obligaciones con el Fisco, el pago de su personal y la adquisición de bienes de la más variada naturaleza.

El dilema cambiario consistió hasta pasado el año 1935, en que las exportaciones no tradicionales, fundamentalmente agropecuarias, no recibían igual valor en divisas al cambio que el negocio petrolero. En 1934 el Estado firmó con las empresas petroleras transnacionales el "Convenio Tinoco", "según el cual el Ejecutivo Nacional adquiere los dólares vendidos por las compañías petroleras al tipo de 3,90 bolívares por dólar, siempre que las divisas provenientes de la exportación de café y cacao, más las aportadas por las citadas empresas, no excedieran la demanda de cambio extranjero existente en el mercado" . Hacia 1936 cambió el esquema anterior y por vez primera el Estado venezolano participó en un régimen de pago de primas a las exportaciones con productos agrícolas. Un año más tarde, se creó la Oficina Nacional de Centralización de Cambios, donde se compraban y se vendían las divisas y demás exportaciones.

Con la fundación del Banco Central de Venezuela, en 1940, paralelamente se instauró en el país el patrón de cambios diferenciales, casi de manera permanente hasta 1976. "Este mecanismo fue sugerido por Herman Max, economista alemán contratado para realizar algunos estudios relacionados con la organización del Instituto recién creado. Max compartió la tesis de que Venezuela no tenía una economía homogénea juzgó que la política monetaria y cambiaria para ambos sectores petrolero y agropecuario no podía ser la misma, razón por la cual recomendó el establecimiento de un régimen de cambios diferenciales, que siguiera patrones similares a otros ya aplicados en Europa".

Posteriormente, en 1941, el Banco Central de Venezuela y el Ejecutivo eliminaron el sistema de pagos de primas a las exportaciones y se fijó el siguiente esquema de cambios múltiples: 3,09 bolívares por dólar para las compras a las empresas petroleras; 4,30 y 4,60 bolívares por dólar para las divisas agropecuarias (dependiendo del rubro); 3,355 bolívares por dólar para la venta de divisas del Banco Central de Venezuela a la banca; y 3,35 bolívares para la venta de dólares de la banca al público usuario.

Hasta 1960, "con muy pocas modificaciones", permaneció incólume el anterior cuadro cambiario. Finalizada la Segunda Guerra Mundial, Venezuela ingresó al Fondo Monetario Internacional (FMI) y durante muchos años tuvo que pedir prórrogas de entendimiento a sus sistemas cambiarios, pues el organismo internacional era partidario del cambio único y contrario a las "prácticas monetarias múltiples", según lo refiere Carlos Rafael Silva.

De 1965 en adelante comenzó en Venezuela el proceso de reunificación de la paridad cambiaria, el cual culminó en 1976, a propósito de la nacionalización y la desaparición del dólar petrolero. Surgió, entonces, el tipo único 4,30 bolívares que, luego, colapsó el Viernes Negro.

A través de los años nuestro país ha incursionado en distintos tipos de cambios esto con la intención de regular directamente el mercado cambiario para así poder encaminar y darle una mejor perspectiva a la economía, muchos son los enfoques que se han implementado a modo de ajustar la realidad existente para ese determinado periodo, a mediados de 1941 se decide asignar un tipo de cambio para los rubros agropecuarios, otro para el sector petrolero y por ultimo uno que va a designar la venta de la divisa al público, es decir, cuanto tendría que pagar un venezolano para ese entonces por la adquisición de un dólar, en años posteriores debido a factores que incidieron directamente en la economía se decide aplicar un tipo de cambio único que es el utilizado para todas las transacciones transadas en divisas extranjeras.

En estos momentos nuestro país atraviesa por un sistema de control de cambio y se hace necesario explicar todo lo referente a su composición, es decir, cuales son las características de este sistema, definición, entre otros aspectos relevantes.

Según Cadivi (2003) un control de cambio es un instrumento de política cambiaria que consiste en regular oficialmente la compra y venta de divisas en un país. De esta manera, el Gobierno interviene directamente en el mercado de moneda extranjera, controlando las entradas o salidas de capital.

Según contreras (2010), un control de cambio ocurre cuando un gobierno regula las transacciones cambiarias, estableciendo un cierto tipo de cambio con el fin de controlar las entradas o salidas excesivas de capital en el país.

Según Díaz *et al.* (2003), es una intervención oficial del mercado de divisas, 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.

Según Díaz *et al.* (2003), todo control de cambio presenta las siguientes características.

- Fijación de un tipo de cambio por autoridad del Estado
- Los mecanismos normales de oferta y demanda quedan fuera de operación.
- La reglamentación administrativa para su control es aplicada por el Estado.
- Restricción de la entrada y salida de divisas.

Según Díaz *et al.* (2003), un sistema de control de cambio puede tener las siguientes modalidades: control de cambio absoluto, control parcial o mercado paralelo, cambios múltiples, cambio rígido, cambio flexible y cambio único. En tal sentido, se detalla a continuación cada una de estas modalidades

2.2. Tipos de Controles de Cambio

a) 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.

b) 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.

c) 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.

d) 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.

e) 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.

f) 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.

g) 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.

2.3. Ventajas y Desventajas de un Sistema de Control de Cambio

La implementación de un control de cambio plantea ventajas y desventajas, las cuales detallamos a continuación.

Según Díaz *et al.* (2003), el control cambiario presenta las siguientes ventajas

- Pueden aplicarse a los cambios extranjeros para la compra de bienes y servicios o las transferencias de capital.
- Proteger las reservas internacionales, la balanza de cambio y el tipo de cambio.
- Conlleva a un control de precios

Según Cadivi (2003), el control cambiario presenta los siguientes beneficios.

- Se garantiza la provisión de dólares para los bienes de consumo básico (medicinas, alimentos) e importaciones esenciales, lo cual permite regular su precio y evitar alzas especulativas. Se evita un colapso en las relaciones económicas del país con el extranjero, al enviar el mensaje de que el Gobierno busca mecanismos para mantenerse solvente y cumplir con sus compromisos, por ejemplo, el pago de la deuda externa.
- Se induce una estabilización y reducción de las tasas de interés en el país.
- La producción nacional es favorecida, ya que con las restricciones a la importación y a la salida de capitales, los productores nacionales tienen más oportunidad de colocar sus bienes en el mercado interno, supliendo así la demanda de aquellos productos que originalmente eran importados.

Según Acuña, (2010) el control cambiario presenta las siguientes desventajas

- En primer lugar restringe directamente la libre elección de países en los que los individuos pueden comprar o invertir.
- Generalmente provoca un "mercado negro" de monedas escasas.
- En particular, por lo que se refiere a los países subdesarrollados, aunque también en los países más avanzados, puede conducir a una corrupción de los funcionarios.

Al implementarse un control de cambio es necesario conocer la razón por la cual se adopta este ya que se debe hacer llegar a los ciudadanos empresarios, personas

particulares y entre otros cual es la causa exacta por la cual se decide tomar esta medida.

Según Cadivi (2003), se adopta para

- Evitar la fuga de capitales al exterior, y por tanto impedir la disminución de las reservas internacionales.
- Evitar el aumento de los precios, producto de la devaluación de la moneda nacional.
- Defender el valor del Bolívar frente a ataques especulativos. Ejercer un control sobre cierto tipo de importaciones, que podrían considerarse no prioritarias.
- Evitar una demanda excesiva de divisas que sobrepase las necesidades reales de la economía nacional.

Actualmente en Venezuela existe un organismo encargado de la asignación de divisas, esta institución vela porque los recursos en dólares exigidos por las personas para sus diferentes actividades sean las justas para así evitar y restringir un poco el libre comercio de otras monedas extranjeras.

Según Castañeda (2005), el 5 de Febrero del 2003 fue publicado en Gaceta Oficial N° 37. 625 un decreto de Convenio Cambiario a través del cual el Ejecutivo Nacional impone un control de cambios que sigue vigente hasta la actualidad. Se crea la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) según decreto N° 2032 en la misma Gaceta Oficial donde éste organismo coordinará, administrará, controlará y establecerá los requisitos para otorgar divisas autorizadas a los diversos agentes económicos. Los bancos y otras instituciones financieras, las casas de cambio y los

demás operadores cambiarios para actuar en el mercado de divisas quedan sujetos al cumplimiento del Convenio Cambiario. Finalmente, el Banco Central de Venezuela fijará de común acuerdo con el Ejecutivo Nacional el tipo de cambio para la compra y venta de divisas y las organizaciones internacionales con las cuales la República Bolivariana de Venezuela haya suscrito acuerdos ó convenios internacionales, podrán efectuar operaciones de cambio directamente ante el Banco Central de Venezuela sin necesidad de autorización ninguna.

En nuestro país se utiliza para el mercado paralelo un tipo de cambio parcial que permite la asignación de divisas para compras de primera necesidad y otra muy limitada entrega de moneda extranjera para operaciones de cualquier índole comercial, esto trae consecuencias muy negativas para nuestra economía porque la mayor parte de nuestras importaciones se transan en divisas extranjeras y al haber una barrera tan importante como el control de cambio los diferentes agentes económicos se ven en la necesidad de adquirir estas por otros medios, es decir, un sistema de control de cambio hace surgir inevitablemente un mercado negro en donde no existen reguladores de las situaciones cambiarias que allí se dan cita permitiendo así irregularidades a la hora de la compra-venta de las monedas en cuestión, esto crea un grave problema para Venezuela ya que los niveles inflacionarios alcanzan elevados puntos porcentuales debido a que los comerciantes se ven en la necesidad de desembolsar una mayor cantidad de bolívares para adquirir divisas que harán posible las importaciones necesarias para satisfacer al país.

Retomando la situación del control de divisas es necesario dar a conocer que en una economía cuando se instaura un régimen cambiario los diferentes sectores económicos que representan una demanda de divisas no satisfechas por el mecanismo oficial del control de cambio, buscan salidas opcionales para la adquisición de divisas. Actualmente el gobierno a través de la emisión de bonos de deuda pública ha tratado de satisfacer esta demanda para frenar el mercado paralelo

que surge al implementar un régimen cambiario como el que vive actualmente nuestro país y que afecta significativamente nuestra economía interna. De igual manera, estos mecanismos alternos son utilizados como referencia para fijar una equivalencia más objetiva entre monedas en otros mercados menos formales. Además de los bonos de la deuda pública, son utilizados los instrumentos financieros conocidos como ADR. En Venezuela ha sido utilizado este instrumento a través de las acciones de la empresa CANTV antes de que fuera nacionalizada. Los resultados de las operaciones realizadas a través de esta vía establecían un marco referencial del tipo de cambio del mercado paralelo, conociéndose en aquel entonces como “dólar cantv”.

A continuación se expondrá los fundamentos teóricos relacionados con los instrumentos de ADR y la emisión de deuda pública externa para comprender como estos instrumentos han sido utilizados por una parte, para canalizar las necesidades insatisfechas de divisas y por la otra, como instrumentos emitidos por el Estado venezolano para frenar la tendencia negativa del tipo de cambio del mercado paralelo.

2.4. Los Instrumentos ADR

Según Vecchio (2006), Entre los valores que se negocian en la Bolsa de Valores de Caracas, se encuentran los American Depositary Receipts, comúnmente conocidos como ADR's y los GDR's, ambos forman parte de los títulos de renta variable.

Los ADR's son certificados negociables que se cotizan en uno o más mercados accionarios, diferentes del mercado de origen de la emisión y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones. Fueron creados por Morgan Bank en 1927 con el fin de incentivar la colocación de títulos extranjeros en Estados Unidos. Cuando una negociación se va a realizar en dicho país se constituyen American Depositary Receipts (ADR's), y cuando se pretende su transacción fuera de

los Estados Unidos, se establecen Programas de Global Depositary Receipts (GDR's). Siendo el mercado norteamericano el más grande y líquido del mundo, la mayoría de los emisores extranjeros utilizan los ADR's para llegar a los inversionistas del mercado de capitales estadounidenses.

Inicialmente los ADR se introdujeron como reacción a una ley británica que prohibía que las compañías de esa nación registraran sus acciones fuera del territorio, a menos que utilizaran para ello un agente de transferencia británico. En esa tónica, si bien las acciones británicas no podían salir físicamente de ese país, el mercado requería una forma de responder a la demanda de inversionistas estadounidenses, interesados en adquirir acciones británicas. Debido a ello, debía crearse un instrumento estadounidense que facilitara tales negociaciones, el cual fue denominado American Depositary Receipt, ADR.

Estos títulos están sujetos a los procedimientos de negociación establecidos en el mercado estadounidense y se transan en dólares, por ello su negociación desde la bolsa local permite la obtención de divisas.

El instrumento experimentó diversas modificaciones, hasta adquirir en 1955 su perfil actual, cuando la Securities and Exchange Commission, SEC, (Comisión Nacional de Valores de Estados Unidos) estableció una forma para el registro de todos los programas de recibos de depósitos. Con ello, se abrió el acceso a los inversores norteamericanos a casi todos los mercados que operan alrededor del mundo.

Según Pasapera (2006), ADR "American Depositary Receipt" es un recibo de depósito otorgado por un banco norteamericano, que representa la titularidad de un número especificado de acciones no estadounidenses depositadas en el país de origen de la empresa, en vista de que los ADR constituyen prueba de titularidad de las

acciones originales pueden ser negociados libremente en los estados unidos, sin la entrega de las acciones no estadounidenses que efectivamente representan.

Según Hernández (2006), los ADR Son títulos, acciones, bonos emitidos en países distintos de los Estados Unidos de América que son transados en este país, dando oportunidad de operar con ellos a personas naturales o jurídicas residentes en él. Este tipo de operación origina certificados emitidos por un banco comercial de USA, cada uno de los cuales representa una determinada cantidad de acciones, bonos u otros instrumentos financieros de una compañía nacional, constituyendo, por lo tanto, una alternativa a la emisión directa, para cualquier empresa externa que desee obtener fondos

Según la Comisión Nacional de Valores (2007) Certificados negociables que se cotizan en uno o más mercados accionarios, diferentes del mercado de origen de la emisión y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones. Fueron creados por Morgan Bank en 1927 con el fin de incentivar la colocación de títulos extranjeros en Estados Unidos. Cuando la negociación se va a realizar en dicho país se constituyen American Depositary Receipt ADR's, y cuando se pretende su transacción fuera de los Estados Unidos, se establecen programas de Global Depositary Receipt - GDR's.

Estos instrumentos presentan las siguientes características cuando son negociados en las diferentes bolsas e instituciones de corretaje.

Según Pasapera (2006),

- Es un documento (instrumento) negociable.
- Permite tener certificados de acciones de empresas no norteamericanas.

- Las acciones de respaldo quedan en custodia en un banco local.

Según Gómez (2002),

- Forma segura y fácil de invertir en una compañía que no es norteamericana.
- Elimina los complejos trámites de transacciones de la frontera, y se ofrecen los mismos beneficios para los inversionistas extranjeros como a los nacionales.
- El ADR puede listarse en cualquiera de los mercados financieros europeos y americanos, como la bolsa de valores de Nueva York (NYSE) y la bolsa de valores americana (AMEX), y Nasdaq.

Los ADR se exponen en el mercado con una gama de cualidades que los hacen atractivos ante el público que los demanda.

Según Guevara (2006), las ventajas de los ADR son las siguientes:

- Permiten a los inversionistas estadounidenses adquirir acciones de empresas extranjeras, pero desde sus propias bolsas y en la manera a la que están acostumbrados a negociar. Como las operaciones se hacen en las bolsas estadounidenses, no tienen que incurrir en costos adicionales, como sí lo harían en caso decidieran comprar las acciones subyacentes en los mercados de origen.
- Otorgan a los inversionistas los mismos derechos (dividendos en acciones o en efectivo, derechos de suscripción, entre otros) que los otorgados por las acciones subyacentes. En la mayoría de los mercados, está permitido que los bancos emisores de los ADRs ejerzan el derecho de voto en representación de

los inversionistas dueños de ADRs quienes previamente habrán recibido formularios para manifestar su decisión.

- Permiten a las empresas emisoras latinoamericanas acceder a los mercados de capitales de los Estados Unidos y ganar visibilidad.
- Establecen una historia para la empresa preparando el camino para futuras ofertas de acciones o bonos en los mercados de valores mundiales.

Estos ADR operan en el mercado bajo ciertas denominaciones las cuales se refieren al modo en cómo operan dentro de las diferentes instituciones financieras.

2.4.1. ADR no patrocinados

Según Pasapera (2006), es una forma de emitir ADR, generalmente iniciado por uno o más corredores estadounidenses, debido al interés de los inversionistas en las acciones de una empresa no estadounidense. Los corredores solicitan a un banco depositario estadounidense que emita ADRs y se concede a la empresa no estadounidense una excepción de las disposiciones sobre información de la ley, valores y bolsa. Los bancos registran los ADR en la SEC (Comisión nacional de valores de Estados Unidos), iniciándose así la operación.

Según Jerez (2001), es una emisión propuesta por alguna persona física o jurídica que desee ser accionista de la empresa en cuestión; la compañía objetivo de la emisión de los ADR se ve involuntariamente dentro del proceso; y, a pesar de ser la emisora de las acciones, no controla el programa de emisión de los ADR. El accionista (que generalmente será norteamericano) que quiera adquirir ADR se dirigirá a su “broker” para que compre los títulos en el país de origen, y se pondrá en contacto con un banco norteamericano para que actúe como depositario, emita los ADR y sea el creador de mercado (*market maker*) del valor. Los títulos subyacentes

permanecerán en una cuenta del banco depositario en el banco custodio (situado en el país de origen).

2.4.2. ADR patrocinados

Según Pasapera (2006), la diferencia es que un banco emisor decide promover activamente los ADR de la empresa en los EE.UU. Suele elegirse un solo banco depositario, y todos los futuros ADR son emitidos a través de este banco, que asume la función de responsable exclusivo del pago de dividendos, la distribución de información y la administración del programa.

Según Jerez (2001), los pasos para la creación de los ADR de un modo patrocinado son básicamente los mismos que en un programa no patrocinado; la diferencia principal consiste en que en este tipo de programa exige obligatoriamente un acuerdo entre el banco depositario y la empresa emisora de las acciones subyacentes de los ADR; la mayoría de los miembros del consejo de administración de la empresa deberán firmar el formulario F-61 requerido para este tipo de emisión. Este acuerdo deberá mostrar las responsabilidades y obligaciones de ambas partes; así como los derechos, reducciones en las comisiones o posibles beneficios que el poseedor de los ADR pueda obtener con su compra. Normalmente los programas no patrocinados se establecen en un periodo programado de 4 a 7 semanas, mientras que los patrocinados duran de 8 a 12 semanas.

2.4.3. ADR no registrado

Según Pasapera, (2006), es un procedimiento elegido por las compañías que no desean registrarse en la SEC y presentar sus balances de conformidad a los USGAAP (Principios de contabilidad generalmente aceptados).

2.4.4. ADR registrados

Según Pasapera (2006) las compañías que están dispuestas a registrarse plenamente en la SEC, llenando información, que reconcilia sus cuentas con los USGAAP. Si satisfacen los requisitos de cotización establecidos, pueden solicitar ser cotizadas en cualquier bolsa norteamericana.

Estos ADR se presentan por niveles y tipo de emisiones ya que cada nivel contiene características que los diferencia de los otros.

2.4.5. ADR nivel I

Según Pasapera (2006), la emisión de ADR nivel I no requiere la presentación de información. Pueden ser negociados en el mercado OTC (sobre el mostrador) permiten al inversionista extranjero invertir en acciones del mercado local vía ADR, nominados en dólares. Asimismo, brindan al emisor nacional la oportunidad de expandir y diversificar la base accionaria e incrementar el precio de su acción como resultado de una demanda y negociación global.

Según Herrera (2007), es el tipo más sencillo de ADR que puede emitir una empresa que quiera participar del mercado estadounidense. Los ADR de este nivel no pueden ser listados en bolsa y deben negociarse sobre el mostrador.

Según Jerez (2001), los ADR de este nivel cotizan en mercados extrabursátiles (OTC) (en las hojas rosadas de la Oficina Nacional de Cotizaciones, en el Pizarrón de Anuncios de mercados OTC de la NASD, o en ambos sitios) y no cotizan en Bolsa o en el NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) Las empresas de nivel uno tienen que someterse a las normativas de la SEC, pero los requisitos de notificación son limitados.

2.4.6. ADR nivel II

Según Pasapera (2006), estos se negocian en la New York Stock Exchange (NYSE), la American Stock Exchange (AMEX) o la Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ). A diferencia del nivel I, este nivel proporciona al inversionista una mayor y mejor información sobre el emisor, que está obligado a presentar información anual consolidada según el USGAAP que es el sistema contable estadounidense. Además da el acceso a un mercado más líquido. Pero lo que no está permitido en este mecanismo es el aumento de capital.

Según Herrera (2007), los requisitos para un ADR de este nivel son más complejos. A diferencia del nivel 1, la compañía tiene el deber de realizar un reporte financiero anual siguiendo los Principios Generalmente Aceptados de Contabilidad empleados en los Estados Unidos. La ventaja de avanzar a este nivel es que las acciones pueden ser listadas en una bolsa de valores.

Según Jerez (2001), estos valores cotizan en un mercado de valores nacional de Estados Unidos, la Bolsa de Nueva York (NYSE y AMEX), o el NASDAQ. Al cotizar en una bolsa importante de Estados Unidos, estas empresas aumentan su visibilidad y tienen un ritmo de operaciones más activo. Una empresa de nivel 2 cotiza en el mercado de valores de Estados Unidos, pero no amplía capital durante el proceso de admisión de sus valores en Bolsa.

2.4.7. ADR nivel III

Según Pasapera (2006), los ADR de nivel III permiten la oferta primaria de ADR en los Estados Unidos y se encuentran inscritos en las mismas bolsas que los de nivel II. Este nivel de ADR permite el acceso a una más amplia base de inversionistas, razón por la cual el emisor debe realizar una promoción muy amplia y activa a la comunidad de inversionistas (road show). Asimismo para acceder a este

nivel de ADR se debe presentar los requerimientos de información a la SEC (USGAAP).

Según Herrera (2007), este es el nivel más distinguido e incluye reglas más estrictas, similares a las que siguen las compañías estadounidenses. Tener un programa de nivel 3 significa que la compañía no sólo está tomando algunas de las acciones para negociarlas en Estados Unidos, sino que adelanta una emisión con el ánimo de conseguir capital. La compañía debe publicar un prospecto de oferta pública. Además, debe reportar trimestralmente sus resultados y cualquier información a los inversionistas debe hacerse conocer por medio del SEC.

Según Jerez (2001), en una oferta de este nivel, la empresa ADR ofrece nuevas acciones a los inversores de Estados Unidos. Estos valores cotizan en uno de los principales mercados de valores de Estados Unidos (la Bolsa de Nueva York (NYSE y AMEX), o el NASDAQ) y tienen los mismos requisitos de notificación y registro que las empresas norteamericanas que cotizan en uno de estos mercados. Como en las empresas ADR de nivel 2, las del nivel 3 aumentan su nivel de visibilidad y su ritmo de operaciones en los mercados de capital de Estados Unidos, pero a diferencia de aquéllas también amplían capital al realizar una oferta pública.

Según Guevara (2006), al igual que el nivel 3, se refiere a la emisión de nuevas acciones por parte de la empresa. Sin embargo, los ADR no son listados en las bolsas estadounidenses sino que son colocados entre inversionistas institucionales (Qualified Institutional Buyers- QIBs). Este programa es similar al Nivel 3 en cuanto a las formalidades que debe cumplir el emisor ante la SEC. Los ADR emitidos bajo este programa sólo podrán venderse al público no institucional después de dos años de su colocación.

Según Jerez (2001), la norma 144A permite que las empresas extranjeras se asienten de manera privada en los mercados de Estados Unidos. Pueden ser

compradas por compradores institucionales autorizados, inversores institucionales que llevan a cabo sus propias investigaciones sobre sus inversiones. Debido a que estos compradores se consideran informados, no se exige el registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Securities and Exchange Commission, SEC), y los requisitos de notificación son los menos estrictos.

2.4.8. GDRS oferta global

Según Guevara (2006), bajo esta modalidad, la empresa coloca sus acciones en los mercados internacionales, pudiendo hacerlo de forma privada o pública. Generalmente el programa es estructurado como una Regla 144A en los Estados Unidos y una oferta pública de GDRs fuera de los Estados Unidos sin ninguna restricción.

Por consecuencia del control de cambio muchas personas han optado por mecanismos alternativos para subsanar un poco la necesidad de divisas anteriormente estaban los ADR cantv ya que estos proporcionaban una adquisición de moneda extranjera a través de nuestras principales empresas privadas de una forma segura y rápida. CANTV es una organización de renombre tanto en nuestro país como en el mundo ya que ha marcado la pauta como una empresa sólida y de prestigio a nivel de las telecomunicaciones.

2.5. ADR CANTV

CANTV fue fundada en Venezuela el 20 de junio de 1930, por inversionistas privados, para operar, en calidad de concesionaria, ciertos servicios de telecomunicaciones. Progresivamente, la Compañía adquirió otras compañías telefónicas particulares que funcionaban en todo el territorio nacional y en 1950 el Estado compró todas las acciones de las empresas particulares e inició un proceso de

nacionalización. En 1991, el gobierno estableció un proceso de privatización mediante el cual se efectuó la licitación internacional de 40% de las acciones de la Compañía, y como resultado el Consorcio Venworld adquirió el control del 40% de las acciones de la empresa. Venworld entonces obtuvo el control operativo de la Compañía bajo los términos y las condiciones de un contrato de concesión celebrado con el gobierno por un período inicial de 35 años, y con la posibilidad de extenderlo por un período adicional de 20 años. Los términos de la Concesión establecieron que CANTV sería el proveedor exclusivo de los servicios de comunicaciones locales, y de larga distancia nacional e internacional en Venezuela hasta noviembre del año 2000, al mismo tiempo la empresa se comprometió a cumplir con las metas de expansión y mejoramiento de la red de telecomunicaciones, y el establecimiento del marco requerido para la introducción de la competencia. El mes de noviembre de 2000, marcó la desregulación del mercado de telecomunicaciones en el país con la apertura del mercado a la competencia.

A continuación se desarrollara una breve reseña acerca de las primeras negociaciones de la CANTV en el mercado de valores.

Según Pérez (2007), la negociación de las acciones de CANTV comenzó por primera en 1996, cinco años después de su privatización. En noviembre de ese año, la operadora inicio la cotización en la bolsa de valores de Caracas y en la de Nueva York, bajo la figura de ADR CANTV se inician las operaciones de venta de acciones de esta empresa en la bolsa de nueva York.

Cada ADR CANTV es un paquete que contiene siete acciones ordinarias de la operadora telefónica en la bolsa de valores de Caracas. Existen aproximadamente 51,6 millones de ADR en circulación.

Las acciones Clase D y los ADRs de CANTV pueden ser adquiridos a través de corredores financieros o instituciones bancarias.

Según CANTV (2004), las acciones Clase A son propiedad de tres de los antiguos socios principales de Venworld, Verizon, Telefónica Internacional y Banco Mercantil, C.A. Cualquier transferencia de acciones Clase A a cualquier persona o entidad que no sea subsidiaria de estas compañías, hará que esas acciones transferidas se conviertan automáticamente en un mismo número de acciones Clase D.

Las acciones Clase B sólo pueden ser propiedad de la República de Venezuela y de otros entes del sector público venezolano. La transferencia de acciones Clase B, a una persona del sector privado, hará que esas acciones se conviertan automáticamente en un mismo número de acciones Clase D. Los tenedores de acciones Clase B mantienen todos los derechos constituidos en los Estatutos de la empresa, los cuales incluyen el derecho a elegir a un Director principal y su suplente en la Junta Directiva de la Empresa y el derecho a veto aún cuando posee una sola acción.

Las acciones Clase C sólo pueden ser propiedad de los trabajadores y jubilados de la Compañía, o de ex trabajadores, sucesores de los accionistas y ex cónyuges del accionista, o de compañías pertenecientes en un 100% a dichos trabajadores y accionistas, y cuyo único propósito corporativo sea el de adquirir y poseer acciones, fideicomisos y planes de beneficio que hayan sido establecidos para aquellos trabajadores y jubilados de la Compañía y sus filiales que hayan elegido retener sus acciones Clase C al momento de dar por concluida la relación laboral. Cualquier transferencia de acciones Clase C a cualquier persona o entidad no mencionada anteriormente hará que tales acciones transferidas sean convertidas automáticamente en acciones Clase D. Los accionistas Clase C tienen derecho a elegir dos Directores y sus suplentes en la Junta Directiva de la Empresa siempre y cuando la totalidad de sus acciones sea mayor al 8% del Capital Social de la Compañía.

Las acciones Clase D no están sujetas a ninguna restricción en los reglamentos que rigen la propiedad o la transferencia. Los tenedores de acciones ordinarias se

encuentran inscritos en Venezuela y su control es llevado a nombre de la Compañía por un agente de traspaso sujeto a las regulaciones de las leyes Venezolanas. Los ADR se encuentran en los Estados Unidos bajo la custodia de un Banco Depositario quien actúa como un agente de traspaso y mantiene un registro de todos los tenedores de ADR.

Los miembros restantes de la Junta Directiva (5), Directores principales y suplentes, son elegidos por todos los accionistas presentes o representados en la Asamblea de Accionistas, establecida para este fin. Los tenedores de ADR votan a través del Banco Depositario utilizando una tarjeta denominada “proxy”.

Los ADR son negociados para los inversionistas extranjeros a través de la bolsa de Nueva York cualquiera de estos que desee adquirirlos debe comparecer ante el banco encargado de este programa de venta de acciones.

Según CANTV (2004), el banco depositario del programa de ADR de CANTV es el Bank of New York, La oferta inicial de acciones de CANTV se realizó el 22 de noviembre de 1996. El precio inicial por ADR fue de US\$ 23,00, y cada ADR está conformada por 7 acciones Clase “D” (US\$ 3,29 por acción Clase “D” o Bs. 1.546,75 a la tasa de cambio efectiva ese día).

En los últimos años en Venezuela, debido al avance de los precios del crudo, hemos pudimos observar por distintos medios de noticias, que los bonos venezolanos fueron algunos de los que lideraron el avance de los mercados emergentes. Así mismo, con la democratización de capital, muchos inversionistas tuvieron la oportunidad de participar en una serie de emisiones de bonos emitidos por la República Bolivariana de Venezuela, como atractivas alternativas de inversión. Debido al auge del mercado de bonos ha sido importante al menos para el mercado venezolano conocer estos instrumentos así como también establecerlos como estrategias opcionales para la adquisición de divisas que hoy en día se ha vuelto

engorroso debido a las muchas restricciones que impone el organismo competente de asignarlas, a continuación se les expondrá todo lo referente a la deuda pública y sus mecanismos.

2.6. Los Instrumentos de Deuda Pública

Según Oropeza (2009), se entiende al conjunto de deudas que mantiene un Estado frente a los particulares u otro país. Constituye una forma de obtener recursos financieros por el estado o cualquier poder público materializados normalmente mediante emisiones de títulos de valores.

La deuda pública se define como un instrumento financiero de naturaleza pasiva para el ente público emisor (País, Provincia, Estado, Departamento, Distrito o Municipio) que busca en los mercados nacionales o extranjeros captar fondos bajo la promesa de futuro pago y renta fijada por una tasa en los tiempos estipulados por el bono.

Según Brito (2008), Conjunto de títulos valores emitidos por el Estado, otros poderes públicos o sus organismos autónomos, como forma de captar recursos financieros. Como contraprestación paga un interés a los poseedores de dichos títulos.

Según Pérez (2008), es la deuda que contrae el gobierno de un país. En ella normalmente se incluyen no sólo los préstamos tomados por el gobierno central sino también los que contraen organismos regionales o municipales, institutos autónomos y empresas del Estado, ya que los mismos quedan formalmente garantizados por el gobierno nacional. La deuda pública suele dividirse en deuda a corto y a largo plazo, así como en deuda pública interna, contraída ante acreedores del país, y deuda pública externa, contraída ante prestamistas del extranjero.

Esta deuda pública se presenta de varios tipos o clases las cuales comprenden la deuda interna, deuda a corto, mediano y largo plazo, deuda amortizable y perpetua y deuda externa en ese orden serán explicadas.

2.6.1. Deuda Pública Interna

Según biblioteca virtual (2004) conjunto de obligaciones que mantiene el gobierno que están denominadas en moneda nacional.

Según Oropeza (2009), es la parte de la deuda nacional o pública de un país cuyos acreedores son ciudadanos del mismo.

Según Vidal (2001), es el total de los créditos aprobados, tanto al sector público como al privado, que se generan dentro de un país. A diferencia de la deuda externa, la interna se paga en el país y en la moneda nacional.

2.6.2. Deuda a Corto, Medio y Largo plazo

Según Oropeza (2010), es necesario identificar para efectos de la política económica la duración en el tiempo de las deudas.

1. Deuda a corto plazo, se emite con un vencimiento inferior a un año y suele funcionar como una especie de letra de cambio, en este caso del Estado.
2. Deuda a medio plazo que cumple la misión de conseguir fondos para la financiación de gastos ordinarios.
3. Deuda a largo, tiene la misión de financiar gastos extraordinarios y de dilatada rentabilidad, dentro del largo plazo pueden tener una duración muy variada e incluso puede ser de duración ilimitada, dando lugar a la deuda perpetúa.

2.6.3. Deuda Amortizable y Perpetua

Según Hernández (2008), el Estado puede emitir títulos de deuda amortizables, en los que al llegar el momento del vencimiento el principal de la deuda es reembolsada a su titular.

Frente a este tipo de deuda existe un modelo de deuda perpetua en el que no existe vencimiento de la misma y por tanto nunca es reembolsado el principal por el Estado, a cambio su titular cobrará de manera perpetua los intereses pactados en su emisión. Para que este tipo de deuda tenga sentido debe existir un mercado donde se pueda negociar este título. Cuando el Estado desea amortizar esta deuda deberá acudir al mercado y deberá comprarla al precio al que esté vigente en ese momento.

2.6.4. Deuda Pública Externa

Según Oropeza (2009), es la suma de las deudas que tiene un país hacia entidades extranjeras. Se componen de deuda pública (la contraída por el estado) y deuda privada (la contraída por particulares). La deuda externa con respecto a otros países se da con frecuencia a través de organismos como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial. El caso cuando un país deudor tiene problemas para pagar su deuda (es decir devolverla junto con los acordados intereses), lleva a serias repercusiones en su desarrollo económico, e incluso para su autonomía.

Según Rojas (2009), Aquella contraída con entidades o personas del exterior y que generalmente está denominada en moneda extranjera. Los pagos por capital e intereses de las deudas externas implican una salida de divisas y un aumento de la cuenta de los egresos de la balanza de pagos. Se contraen deudas externas cuando se financian importaciones, cuando los gobiernos contraen compromisos con bancos, organismos internacionales u otros gobiernos, y cuando las empresas -públicas o privadas- solicitan préstamos para realizar inversiones o para otras necesidades. En

este último caso es frecuente que las empresas cuenten con un aval gubernamental que garantiza la devolución de sus préstamos ante los acreedores.

Muchos países en desarrollo, necesitados de capital, contrajeron grandes deudas externas durante la década de los setenta; cuando a principios de la década de los ochenta aumentaron bruscamente los intereses en el mercado mundial se produjo en muchos de ellos una crisis de pagos, la llamada "crisis de la deuda". Los grandes compromisos contraídos obligaron a medidas de saneamiento fiscal, pues gran parte de la deuda la habían contraído los gobiernos y las empresas públicas, aplicándose los fondos a proyectos de escasa rentabilidad o muy larga maduración. Hacia mediados de esa década se comenzaron a aplicar diversos mecanismos para reestructurar la cuantiosa deuda existente y buscar formas de garantizar su pago.

En el siguiente apartado se dará una breve reseña acerca del origen de nuestra deuda externa.

Según González (2008), como ya se ha visto, los orígenes de la deuda externa venezolana se remontan al propio nacimiento de la nación venezolana. Sin embargo, el General Juan Vicente Gómez fue quien por primera vez, hizo el compromiso de cancelar la deuda externa, lo cual se efectuó en 1930, como homenaje al Libertador en el centenario de su muerte y gracias a los ingresos del petróleo que entonces iniciaban un crecimiento sostenido. En la década de 1930, no se contrajo deuda pública externa y la deuda interna era prácticamente inexistente. En la segunda mitad de la década, con el advenimiento de una nueva situación política nacional a la muerte del General Juan Vicente Gómez, las presiones para un mayor gasto público se dejaron sentir, pero continuó la prudencia fiscal. En 1940, la deuda externa no existía y la interna alcanzaba a sólo Bs. 1.000.000. Puede decirse, por tanto, que la dura lección de principios de siglo se mantuvo vigente por mucho tiempo y era algo así como una norma de honor nacional no recurrir al crédito público externo.

La deuda pública externa plantea o hace que surjan las siguientes consecuencias.

Según Marcano (2008), algunas consecuencias del endeudamiento de un país pueden ser:

- Imposibilidad de obtener nuevos créditos en caso de necesidad.
- Imposición de duras condiciones por parte de los acreedores, incluyendo políticas económicas restrictivas, generalmente muy duras con la población, que impiden competir en igualdad de condiciones con otros países.
- Crecimiento desbocado de la inflación, que hace aún más difícil pagar la deuda.
- la magnitud de la deuda es tal que el país no es capaz de pagar ni los intereses, con lo que la deuda va creciendo con el tiempo, en vez de disminuir. Así, el desarrollo económico del país puede ser imposibilitado por la deuda, entrando en una espiral sin fin de empobrecimiento.
- Malos manejos en las políticas internas del país que conlleva a crisis económicas.

De igual manera hay que señalar que el endeudamiento público es un mecanismo de política tanto monetaria como fiscal.

Según Marcano (2008), el endeudamiento es un instrumento de la política monetaria y fiscal de los Estados. Gracias a la compraventa de títulos de deuda pública, un Estado puede aumentar o reducir la cantidad de dinero en circulación:

- Si hay inflación, sobra dinero en el mercado. El Estado puede vender deuda pública (cambiar títulos por dinero), para así reducir la cantidad de dinero en circulación.
- Si hay deflación, el Estado puede comprar los títulos de deuda pública (dar dinero a cambio de ellos) para aportar más dinero al mercado.

En la Unión Europea, dado que la política monetaria se ha cedido al Banco Central Europeo, los Estados tienen límites en la cantidad de deuda pública que pueden emitir, ya que sería una forma de interferir en la política monetaria común.

A continuación se presentan uno de los instrumentos de deuda pública muy utilizados en el país, estos son los bonos de deuda pública se hará referencia a su forma de colocación, sus características y como están clasificados.

Según Antón (2009), las emisiones de los bonos de la Deuda Pública Nacional se realizan en la oportunidad, forma y modalidad que acuerden el Ejecutivo Nacional y el Banco Central de Venezuela, previa opinión favorable de la comisión permanente de Finanzas de la Cámara de Diputados, con el objeto de financiar Planes Especiales del gasto público. Ejemplo: Bonos de Expropiación, Ley Habilitante, etc. Son de Mediano y Largo Plazo y la Tasa de Interés puede ser fija o variable.

Este pasivo que contrae el estado contiene las siguientes características.

Según Guilarte (2008),

- Emisor, organización responsable de garantizar el pago del capital principal y los intereses.

- El valor nominal o principal, se refiere al monto a partir del cual se calcularán los intereses. Es el monto total prestado ó tomado en préstamo, donde el emisor se compromete a rembolsar dicho valor al vencimiento del bono.
- El precio, de un bono es el que se paga por un bono, que es igual a la suma del valor presente del principal del bono, más el de sus cupones, en el caso de poseerlos. El precio varía de acuerdo a las condiciones del mercado
- El cupón, es aquel pago periódico o regular de interés que efectúan los emisores durante la vida del bono, que se calcula tomando como base el Valor Nominal del instrumento, más no el precio.
- La maduración o vencimiento del bono, se refiere a la fecha en la cual, el capital principal será pagado, en un rango de entre un año y 30 años.

Estos bonos de igual manera tienen una clasificación única con la cual se lanzan al mercado para la atracción de los inversionistas. Guilarte (2008), señala que estos son algunos tipos de bonos según su tipo de emisor.

- Bonos Corporativos, emitidos por empresas privadas como forma de recaudar fondos para financiar proyectos.
- Bonos Municipales, son emitidos por cualquier ente gubernamental distinto del Gobierno Central. (Los intereses pagados provienen de los impuestos o ingresos de proyectos especiales).
- Bonos del Gobierno, son emitidos por el Gobierno Central de un país, generalmente son considerados la opción más segura.

Guilarte (2008), expone que según su pago de intereses los bonos se clasifican de la siguiente manera.

- Bonos cero cupón, los bonos cero cupón, son instrumentos de deuda que se caracterizan por presentar un único pago en su fecha de maduración o vencimiento. Estos bonos no ofrecen pagos periódicos de intereses como suele hacerse con otros bonos, y por esa razón se venden por un precio de compra inferior a su valor nominal, esto se llama descuento.
- Bonos con cupón, son aquellos donde el emisor se compromete a realizar pagos periódicos, llamados cupones, al tenedor de los mismos, durante la vida del bono hasta la fecha de su vencimiento.

Una de las emisiones mas frecuente que ha realizado el B.C.V en materia de bonos es el denominado bono cero cupón.

Según Antón (2009) Son emitidos con el objeto de llevar a cabo una política restrictiva de la liquidez monetaria. La emisión de estos bonos reduce las reservas del sistema bancario cuando son colocados entre los intermediarios financieros, y el efectivo en poder del público, si son adquiridos por particulares, reduciendo la base monetaria y el crecimiento potencial de la oferta de dinero, los bonos son colocado a descuento y su valor nominal será cancelado al vencimiento de los respectivos títulos, el cual hasta el momento no supera los 360 días contados a partir de la fecha de su colocación, de acuerdo a la resolución que los norme.

Actualmente en Venezuela se han producido una serie de emisiones de bonos muy distintos a los desarrollados en el trabajo ya que presentan características muy diferentes a los mostrados por el grupo investigador en el apartado referente a la clasificación de los bonos, es por eso que se hace necesario conocer un poco de ellos ya que son uno de los instrumentos que marcan la pauta para la adquisición de divisas

extranjeras, estos son los llamados bonos cambiarios los cuales se reseñaran según una breve información encontrada en la primera subasta realizada este mismo año.

Según Vecchio (2010), de acuerdo a la estrategia cambiaria diseñada y establecida en el Convenio Cambiario N° 14, el cual faculta al Banco Central de Venezuela para participar regularmente en el mercado de títulos en moneda extranjera, el ente emisor decidió invitar a todos los Bancos Universales, Bancos Comerciales, Entidades de Ahorro y Préstamo y Casas de Bolsa, inscritos en el Registro General del Banco Central de Venezuela para Operaciones con Títulos (Entidades), así como a las personas naturales y jurídicas residentes en Venezuela, a través de dichas instituciones, a participar en subastas de lo que se denominó “Bono Cambiario Venezolano” denominados en dólares de los Estados Unidos de América. Las características más importantes de estos bonos son las siguientes: Podrán ser adquiridos al tipo de cambio oficial de CUATRO BOLÍVARES CON TREINTA CÉNTIMOS, los Bonos Cambiarios Venezolanos (BCV) podrán ser negociados en el mercado secundario nacional e internacional, luego de la fecha de liquidación, el monto mínimo de cada Orden de Compra será de USD 1.000 y múltiplos de USD 1.000 y se trata de bonos “cero cupón”, es decir, se refiere a títulos que prometen pagar una cantidad única a su vencimiento, no paga intereses durante su plazo de emisión.

Algunos términos y condiciones de las convocatorias realizadas, son las siguientes: Los participantes convocados interesados en adquirir el Bono Cambiario Venezolano, sólo podrán presentar una (1) Orden de Compra. En caso de ser presentada más de una Orden de Compra, no le serán adjudicadas ninguna de tales múltiples órdenes, las Entidades no podrán presentar Órdenes de Compra de Inversionistas vinculados a aquellas en virtud de una relación de empleo o cualquier vínculo de naturaleza laboral. Asimismo, las Entidades se abstendrán de obligar o inducir a los Inversionistas a suscribir preacuerdos de venta de los Bonos Cambiarios

Venezolanos que conforman la oferta a dichas instituciones desde el momento de la colocación de la Orden de Compra y hasta el momento de la Fecha de Liquidación, los entes reguladores del sector financiero y del mercado de capitales llevarán a cabo las auditorias y revisiones que sean necesarias para verificar la adecuación y cumplimiento de las Órdenes de Compra con los términos y condiciones establecidas en cada una de las Convocatorias, la presentación de una Orden de Compra por cuenta propia o de terceros, no genera en ningún momento derecho de adjudicación alguno.

Cabe destacar que este mecanismo es utilizado solo en Venezuela, es decir; la figura de bono cambiario solo la maneja nuestra economía como un instrumento para frenar el dólar paralelo y para inyectar divisas extranjeras en nuestro país.

CAPÍTULO III

ESTUDIO EMPÍRICO

3.1. Introducción

El objeto de estudio de esta investigación es la emisión de deuda externa emitida por la República Bolivariana de Venezuela y por Petróleos de Venezuela, SA. El periodo de estudio es (2006-2009). Nuestra muestra de estudio está conformada por 7 emisiones de deuda externa las cuales se mencionan a continuación: Bonos del Sur, Bonos de PDVSA 2017, 2027 y 2037), Bonos El Venezolano I, Bonos Soberano 2023 y 2028, Petrobonos 2011, Bonos Soberanos 2019 y 2024 y Petrobonos 2014, 2015 y 2016.

El supuesto de partida de la metodología de investigación utilizada en este trabajo es la eficiencia intermedia del mercado. Es decir, que la transmisión de nueva información será automáticamente descontada a través del precio de los títulos afectados, alterándose, en nuestro caso, la cotización del tipo de cambio del mercado paralelo. Ante la posibilidad de que al mercado lleguen noticias relativas a este evento con anterioridad a esta fecha, así como retardos en el ajuste del tipo de cambio, en el análisis se ha considerado un período de evento que incluye 30 cotizaciones centrados en torno a la fecha del evento fijado, extendiéndose desde 15 cotizaciones previas hasta 15 cotizaciones posteriores. (Ver Tabla N° 1). Cabe aclarar que los días de cotizaciones no se corresponden con días calendarios, por lo que el período de estudio excede los 30 días calendario. Asimismo, los datos de las cotizaciones están expresados en BsF.

En este trabajo, la fecha de anuncio, día 0, se ha definido como el día en que se anuncia el resultado de cada una de las subastas en las que se adjudican los bonos a

los inversionistas participantes de acuerdo a la información suministrada por el Banco Central de Venezuela.

Tabla N° 1: Descripción del Periodo de Cada Emisión de Bonos

EMISIÓN DE BONOS	FECHA INICIO PERIODO	COTIZ BsF/\$ USD	FECHA ANUNCIO RESULTADO	COTIZ BsF/\$ USD	FECHA FIN PERIODO	COTIZ BsF/\$ USD
BONOS DEL SUR	20-10-06	2,80	13-11-06	3,17	04-12-06	3,15
BONOS PDVSA (2017, 2027 y 2037)	12-03-07	3,95	03-04-07	3,53	27-04-07	3,70
BONOS EL VENEZOLANO I	19-10-07	5,85	12-11-07	6,20	03-12-07	5,80
BONOS SOBERANOS (2023 y 2028)	07-04-08	3,75	28-04-08	3,30	22-05-08	3,15
PETROBONO 2011	11-06-09	6,49	06-07-09	6,50	29-07-09	6,89
BONOS SOBERANOS (2019 y 2024)	07-07-09	6,53	06-10-09	5,40	10-11-09	5,31
PETROBONOS (2014 ,2015 y 2016)	30-07-09	6,40	26-10-09	5,20	13-11-09	5,44

3.2. Técnica Estadística “Event Study”

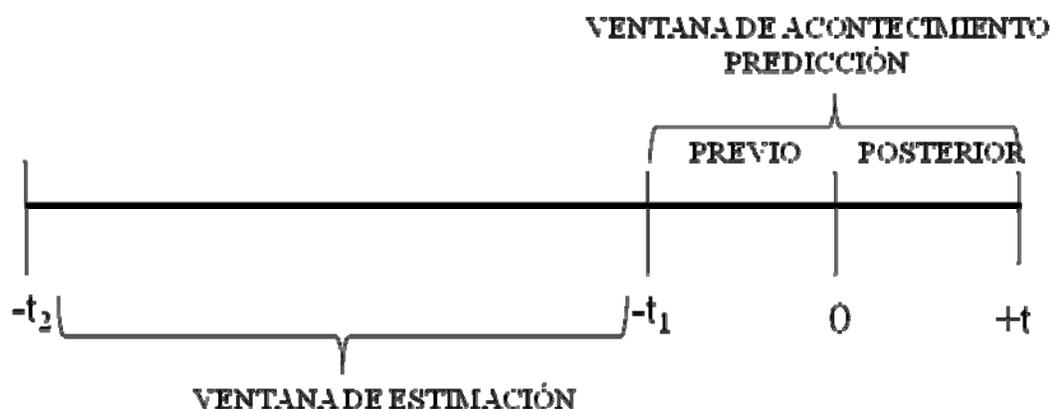
Autores como Brown y Werner (1980), Campbell *et al.* (1997), Mackinlay (1997), Binder (1998), Lamdin (2001) y Aktas *et al.* (2007) plantean que una de las metodologías más utilizadas para evaluar la evolución en el precio de un activo y los efectos que se producen ante una noticia relevante ha sido la técnica “Event Study”. Esta técnica se utiliza para identificar las variaciones en el precio de un activo (precio observado y precio estimado) durante la ventana de acontecimiento para determinar si las variaciones son anormalmente positivas o negativas. La ventana de

acontecimiento se define como el período de tiempo que transcurre en torno a la noticia relevante. La noticia relevante representa nueva información que se cree puede causar un impacto en los participantes del mercado, y que puede cambiar el precio esperado del activo y causar variaciones anormales. La ventana de estimación se refiere al período que servirá para estimar el modelo econométrico que permitirá estimar el precio del activo, a fin de determinar la variación con respecto al precio observado.

La contribución de Fama *et al.* (1969) fue el punto de partida para una buena difusión de la metodología de Event Study aplicado en el campo de las finanzas, la contabilidad y la economía.

La mayor desventaja de la técnica Event Study es la volatilidad estocástica alrededor del período de acontecimiento, haciendo que, de acuerdo con el periodo de estimación y el test utilizado para medir la significatividad, puedan dar lugar a una especificación errónea para el proceso de la volatilidad. En un periodo a largo plazo esta característica amerita controlar el impacto de acontecimientos sin relación en la estimación de la ventana de acontecimiento.

Figura N° 1: Técnica Event Study: Predicción y Estimación.



Metodología de Análisis

El objeto de estudio de esta investigación es analizar el impacto de la emisión de títulos de deuda externa como instrumentos permuta en el tipo de cambio del mercado paralelo. El tipo de cambio del mercado paralelo ha sido obtenido en fuente electrónica disponible en [<http://venezuelafx.blogspot.com>], tomando como referencia el promedio entre el precio de compra y el de venta. Asimismo, los datos de las cotizaciones están expresados en BsF.

Para comprobar nuestra hipótesis analizaremos las fluctuaciones en el tipo de cambio del mercado paralelo utilizaremos la técnica Event Study. El supuesto de partida de la metodología de investigación utilizada en este trabajo es la eficiencia intermedia del mercado. Es decir, que la transmisión de nueva información será automáticamente descontada a través del precio de los títulos afectados, alterándose, en nuestro caso, la cotización del tipo de cambio del mercado paralelo. Ante la posibilidad de que al mercado lleguen noticias relativas a este evento con anterioridad a esta fecha, así como retardos en el ajuste del tipo de cambio, es necesario identificar un evento y estudiar las variaciones anteriores y posteriores a dicho evento. En una fase inicial, evaluaremos el comportamiento del tipo de cambio del mercado paralelo en los días previos y posteriores al anuncio de una noticia relevante, analizando el comportamiento de la tendencia del tipo de cambio del mercado paralelo en el horizonte temporal comprendido en torno a la fecha de la noticia. En nuestro caso son estudiados 10 eventos considerados noticias relevantes comprendidas en el periodo (2006-2009). Cada evento es considerado el día cero de cada uno de los periodos estudiados.

Se analizan los intervalos comprendidos en quince cotizaciones previas y quince cotizaciones posteriores al evento, diferenciando así dos intervalos, entre (-15,-1) y (0,15). Se definió el día preciso del evento como día cero. Cabe aclarar que

los días de cotizaciones no se corresponden con días calendarios, por lo que el período de estudio excede los 30 días calendario.

El procedimiento comienza con el cálculo de las Variaciones Anormales Acumuladas (VAA) por intervalos de tiempo denominados previo y posterior. La variación anormal acumulada en cada intervalo es el resultado de restarle la Variación Observada (ΔO) la Variación Esperada (ΔE) en el tipo de cambio del mercado paralelo obtenida por el modelo estimado, obteniéndose cada intervalo por sumatoria. Se estudian las variaciones acumuladas en el periodo previo al evento y en el periodo posterior al evento, a fin de comprobar si existen diferencias estadísticamente significativas.

$$\text{Periodo Previo} \rightarrow \Delta AA_{(t-12,-1)} = \sum_{i=t-12}^{-1} \Delta TCO_i - \Delta TCE_i$$

$$\text{Periodo Posterior} \rightarrow \Delta AA_{(0,12)} = \sum_{i=0}^{12} \Delta TCO_i - \Delta TCE_i$$

Donde, la Variación Observada es calculada en cada uno de los días estudiados mediante la siguiente ecuación:

$$\Delta TCO_t = (TC_t - TC_{t-1})$$

El tipo de cambio esperado en cada uno de los días estudiados en torno a la fecha de la noticia relevante debe ser estimado construyendo un modelo de regresión lineal. Seguidamente, la Variación Esperada en el tipo de cambio del mercado paralelo es calculada en cada uno de los días estudiados mediante la siguiente ecuación:

$$\Delta TCE_t = (TCE_t - TCE_{t-1})$$

Se calcula la Variación Anormal para cada uno de los días del periodo de estudio; es decir, se calculó la variación anormal (ΔA) como la Variación Observada menos la Variación Estimada. Si dicha variación anormal es negativa, quiere decir que el mercado asumió como positiva la noticia relevante; si es positiva, el mercado percibió como desfavorable la noticia, y si la variación es cero, el mercado no incorporó en el tipo de cambio del mercado paralelo la noticia relevante. Es decir:

$$\Delta A_t = \Delta TCO_t - \Delta TCE_t ; \text{ donde,}$$

$$\Delta A_t = 0 \rightarrow \text{Efecto Nulo}$$

$$\Delta A_t < 0 \rightarrow \text{Efecto Positivo}$$

$$\Delta A_t > 0 \rightarrow \text{Efecto Negativo}$$

Para demostrar nuestra hipótesis; $H_0: \Delta AA(-15, -1) - \Delta AA(0, 15) = 0$; se procedió a realizar la prueba de significancia estadística “t de student” sobre las Variaciones Anormales Acumuladas, mediante la siguiente ecuación:

$$t = \frac{\Delta AA(-15, -1) - \Delta AA(0, 15)}{\sigma_{\Delta AA}}$$

Si la Variación Anormal Acumulada es estadísticamente significativa, quiere decir que la regresión del modelo estimado no explica la variación en el tipo de cambio del mercado paralelo. En consecuencia, el evento definido como una noticia relevante explica el efecto positivo en los cambios cuando las Variaciones Anormales Acumulada es negativa y se refleja un efecto negativo cuando las Variaciones Anormales Acumulada es positiva.

$$\text{Periodo} \rightarrow \Delta AA_{(t,m)} = \sum_{i=1}^n \Delta TCO_i - \Delta TCE_i ; \text{ donde,}$$

$\Delta AA_{(t,n)} = 0 \rightarrow$ *Efecto Nulo*

$\Delta AA_{(t,n)} < 0 \rightarrow$ *Efecto Positivo*

$\Delta AA_{(t,n)} > 0 \rightarrow$ *Efecto Negativo*

Esta investigación se limita a una fase inicial de esta técnica considerando la limitación relacionada con la disponibilidad de la información necesaria para estimar el modelo y la complejidad para la implementación del mismo. En tal sentido, para verificar la hipótesis de investigación se ha utilizado en una fase inicial la técnica estadística conocida como “event study”, evaluando el comportamiento del tipo de cambio del mercado paralelo en los días previos y posteriores al anuncio de la noticia relevante. Este procedimiento consiste en graficar la tendencia del tipo de cambio del mercado paralelo en el horizonte temporal comprendido en torno a la fecha de la noticia. El tipo de cambio del mercado paralelo ha sido obtenido en fuente electrónica disponible en [<http://venezuelafx.blogspot.com>] tomando como referencia el promedio entre el precio de compra y el de venta.

Entenderemos que se produce un impacto positivo cuando la tendencia en el comportamiento del tipo de cambio sea descendente ó lo que es lo mismo cuando el tipo de cambio se aprecie en el periodo posterior al anuncio de la noticia. por apreciación se entenderá que se necesiten menos bolívares para adquirir un dólar. Por otra parte, se producirá un impacto negativo cuando la tendencia en el comportamiento del tipo de cambio sea ascendente ó cuando el tipo de cambio se devalué. Por devaluación se entenderá que se tengan que pagar más bolívares por un dólar.

3.3. Resultados

Nuestra principal limitación está relacionada con la periodicidad de la información relacionada con variables para estimar el modelo óptimo; es por ello que nos limitamos a aplicar en una fase inicial la técnica Event Study evaluando el impacto de cada emisión de los títulos de deuda sobre la tendencia en el tipo de cambio del mercado paralelo tanto en el periodo previo como posterior en torno a el evento anunciado. Esta tendencia es observada graficando el comportamiento del tipo de cambio en el periodo de estudio.

A continuación se presenta en detalle los resultados obtenidos en cada una de las emisiones de títulos de deuda pública externa objetos de nuestro estudio, identificados en la Tabla N° 1.

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° 2 se muestra la composición de esta emisión:

Tabla N° 2: Detalles de la Emisión “Bonos del Sur”

BONO	Valor Nominal	Vencimiento	Proporción fija en la combinación
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%
Total cada combinación	USD 1.000,00		100%

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 Bolívars a la tasa de cambio oficial de dos mil ciento cincuenta bolívars 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) (Ver Anexo N° 1) y las personas naturales o jurídicas residenciadas 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 al 03/08/2012 y 03/10/2015 respectivamente, emitidos por la Republica 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 objeto de analizar el efecto en el tipo de cambio en el mercado paralelo se ha graficado en un lapso comprendido entre el 20-10-06 al 04-12-06, el cual comprende 15 cotizaciones previas y 15 cotizaciones posteriores en torno a la fecha 13-11-06 en la cual se anuncio oficialmente el resultado de adjudicación de la emisión de los

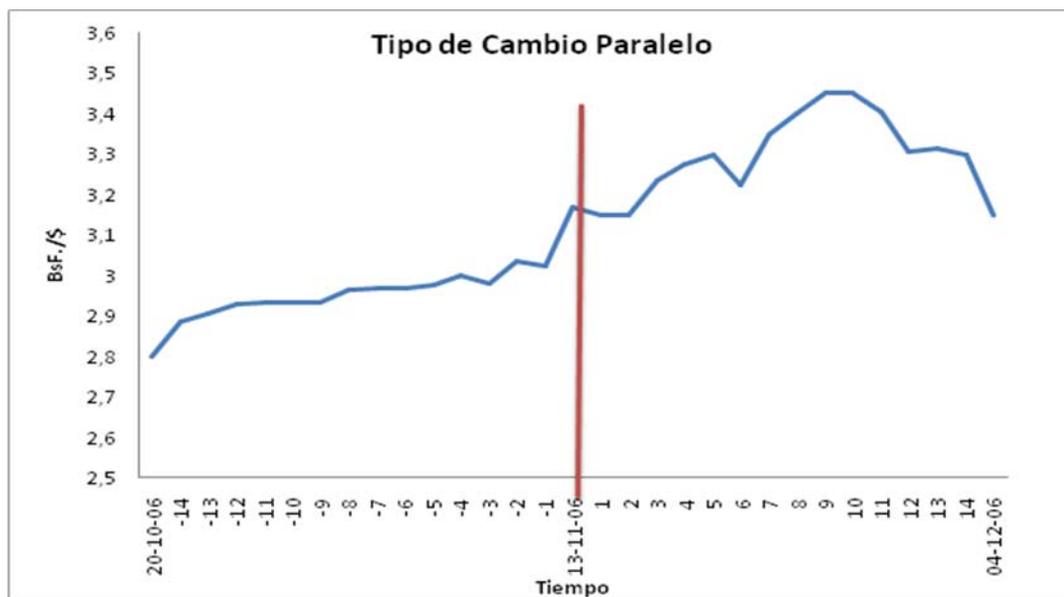
Bonos del Sur. (Ver Figura N° 2). Los valores mínimos, máximos y promedio en cada sub periodo se detallan en la Tabla N° 3.

Como se puede observar, la tendencia en el tipo de cambio del mercado paralelo es ascendente, pasando de 2,80 BsF/\$ el día 20-10-06 a 3,17 BsF/\$ el día 13-11-06, lo que representa un aumento del 13,21%. Posteriormente, el tipo de cambio tiende a aumentar, seguido de un descenso, ubicándose el día 04-12-06 en 3,15 BsF/\$.

Tabla N° 3: Valores Descriptivos “Bonos Del Sur”

PERIODO	Min	Max	Promedio
Previo	2,77	2,95	2,91
Posterior	3,05	3	3,23

Figura N° 2: Bonos del Sur



Dadas las características de estas emisiones, en la cual se puntualizan dos inconvenientes que hacen que este instrumento sea poco atractivo para el inversionista, ya sea con intención de ahorro o con intención de utilizar este mecanismo como un instrumento permuta para obtener divisas a un precio más atractivo que el que negocia en el mercado paralelo. Por una parte, el 50% del monto a invertir no puede ser convertido en divisas ya que este título (TICC042017) sólo puede ser negociado en el mercado secundario local, lo que implica que el inversionista recibirá BsF. por la venta de estos instrumentos aún cuando su valor nominal esté denominado en dólares. Por otra parte, los títulos de la deuda BODEN12 y BODEN15 respaldado por la República Argentina, correspondiente al 50% del monto total de la inversión; en este caso el emisor presenta una calificación crediticia de alto riesgo en los mercados internacionales que repercute en la cotización de los títulos emitidos. Estas consideraciones han sido evaluadas por el mercado potencial interesados en participar en esta emisión (Bonos del Sur), interpretando de forma negativa esta emisión, tal y como se evidencia en el comportamiento del tipo de cambio en el mercado paralelo los días previos a la emisión de los Bonos del Sur. En este caso, nuestra hipótesis no se cumple, concretamente porque las características de esta emisión no resultaron atractivas para satisfacer la demanda de divisas en contraposición con la alternativa de participar directamente en el mercado paralelo.

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° 4.

Tabla N° 4: Detalles de la Emisión “Bonos PDVSA (2017, 2027 Y 2037)”

Nuevo Título	Valor Nominal	Vencimiento	Proporción en cada combinación
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%
Total cada combinación	USD 1.000,00		100%

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. Las cotizaciones 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.

Analizando el efecto del tipo de cambio en el mercado paralelo se ha graficado en un lapso comprendido entre el 01-08-06 al 27-04-07 el cual comprende 15 cotizaciones previas y 15 posteriores en torno a la fecha en el cual se anuncio oficialmente los resultados de adjudicación de la emisión de bonos PDVSA. (Ver Figura N° 3). Los valores mínimos, máximos y promedio en cada sub periodo se detallan en la Tabla N° 5.

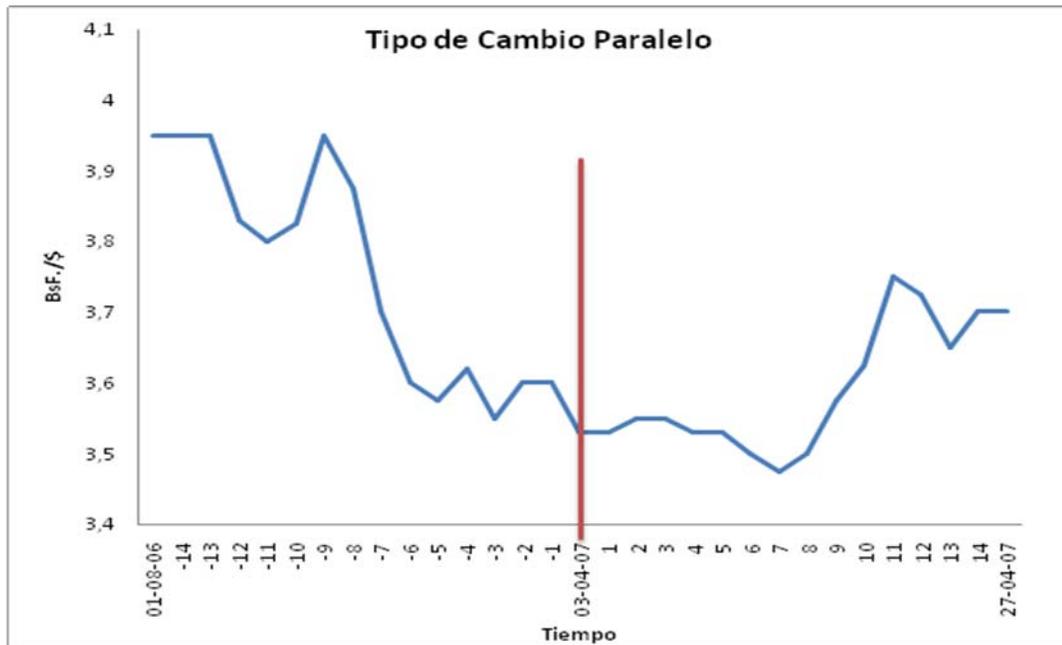
Se puede observar la tendencia descendiente en el tipo de cambio del mercado paralelo pasando de un precio de 3,95 Bs el día 01-08-06 a 3,53 Bs el día 03-04-07 lo que represento una disminución del 10,63%, posteriormente el tipo de cambio obtuvo un comportamiento ligeramente estable 7 cotizaciones posteriores y luego las siguientes cotizaciones fueron aumentando pero no alcanzaron los precios que al principio se ubicaban.

Tabla N° 5: Valores Descriptivos “Bonos de PDVSA (2017, 2027, 2037)”

PERIODO	Min	Max	Promedio
Previo	3,9	3,55	3,70

Posterior 3,9 4,76 4,52

Figura N° 3: Bonos de PDVSA (2017, 2027, 2037)



Debido a la demanda que presento la colocación de estos bonos emitidos por PDVSA esta decidió incrementar sus niveles de adjudicación de USD 5.000 millones a USD 7.500 millones siendo títulos negociables en el mercado secundario estos bonos se hacen atractivos para los inversionistas además de poseer otras características positivas que hizo que las personas se abstuvieran de participar en el mercado negro y esperar la colocación de deuda extranjera por parte de la empresa, en días siguientes se observa un ligero incremento de 5,67% este comportamiento pudo haberse dado porque la empresa asigno una mayor cantidad de divisas a los pequeños y medianos inversionista esto con el fin de democratizar la emisión y fomentar el ahorro, es decir, al aplicarse esta metodología de adjudicación los

inversionistas con mayor capital tuvieron que seguir participando en el mercado paralelo ya que para muchos de estos sus ordenes de compras fueron rechazadas.

Con el estudio de esta grafica se afirma nuestra hipótesis de investigación, ya que al colocarse una emisión de deuda pública en moneda extranjera las personas preferiblemente participan en esta ya que los precios de la divisa se consiguieron mas bajos que los ofrecidos en el mercado paralelo.

3.3.3. Bonos el Venezolano I

Para el 05/11/2007 el Ministerios del Poder Popular para las finanzas de la Republica Bolivariana de Venezuela anuncia la oferta pública combinada, de un (1) bono soberano internacional con vencimiento para el año 2038, y dos (2) nuevos bonos de la deuda pública nacional con vencimiento en el año 2014 y en el año 2015, respectivamente en los términos y condiciones que se especifican en la Tabla N° 6.

Tabla N° 6: Detalles de la Emisión “Bonos el Venezolano I”

BONO	Vencimiento	Valor Nominal y moneda de denominación	Valor nominal equivalente en a 2.150 Bs./US\$	Proporción fija en la combinación
Bono internacional 2038	31/03/2038	US\$ 1.000	US\$ 1.000	50%
VEBONO092014	19/09/2014	Bs. 1075,00	US\$ 500	25%
VEBONO092015	11/09/2015	Bs. 1075,00	US\$ 500	25%
Una Combinación			US\$ 2.000	100%

La oferta total es de 750 millones de USD. El precio combinado de la emisión fue de un máximo del 136% de su valor nominal. El bono internacional será pagadero en bolívares a la tasa de cambio oficial de DOS MIL CIENTO CINCUENTA BOLIVARES CON 00/100 (Bs.2.150) por U.S.\$, los bonos que contienen deuda pública nacional se liquidaran en bolívares.

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 internacional podrá ser negociado 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 agente coordinador es Barclays Capital. Los bonos que contienen deuda pública venezolana solo son negociados sólo en el Mercado de Capitales de Venezuela.

Los resultados de la subasta fueron publicados el día 12/11/2007. Se colocó un total de 825.179.000 \$ USD correspondiente a la emisión del bono internacional, y 1.636.440.250.000,00 bolívares en las emisiones de ambos Vebonos. Del total demandado sólo fue adjudicado al 62% de un total de 62.920 inversionistas participantes en la convocatoria.

A efecto de analizar el tipo de cambio en el mercado paralelo se hizo una grafica que comprende un lapso del 19-10-07 al 03-12-07 expresando 15 cotizaciones previas y 15 cotizaciones posteriores con respecto a la fecha 12-11-07 en la cual se

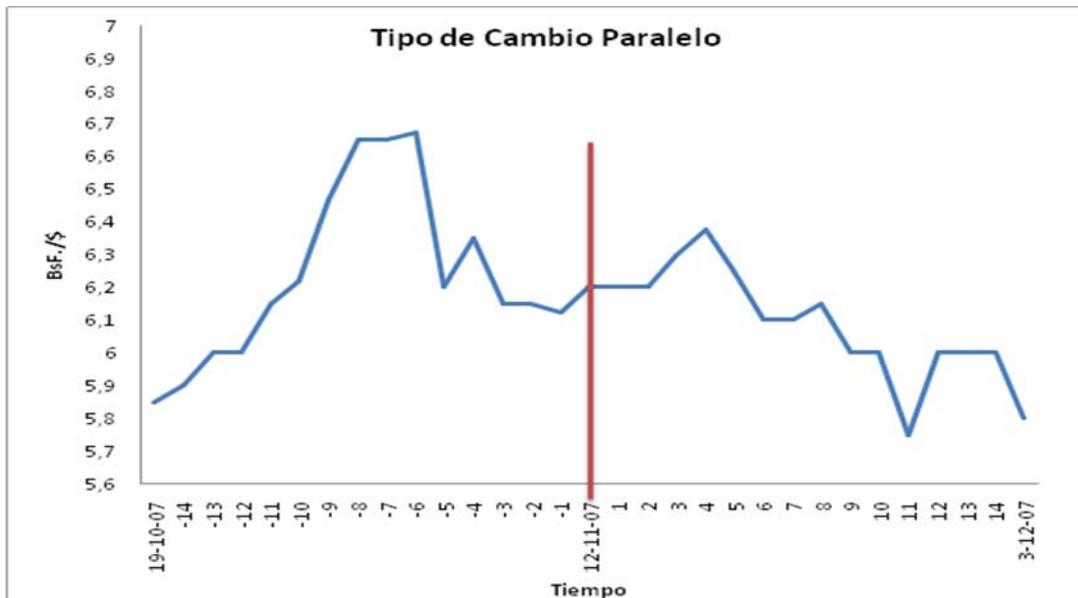
anuncia oficialmente el resultado de adjudicación de la emisión de los bonos el VENEZOLANO 1 (Ver Figura N° 4). Los valores mínimos, máximos y promedio en cada sub periodo se detallan en la Tabla N° 7.

Se puede observar que para el día 19-10-07 el precio del dólar en el mercado paralelo se ubicaba en 5,85 Bs por dólar como promedio, teniendo una tendencia al alza 8 cotizaciones después colocándose en 6,65 Bs por dólar, antes de la fecha de anuncio de resultados que fueron el 12-11-07 este precio cayo porcentualmente en 5,98% lo que represento una disminución. Posteriormente esta tendencia fue de subida y disminución para finalizar en 5,80 Bs por dólar comportamiento que será explicado a continuación.

Tabla N° 7: Valores Descriptivos “Bonos Bonos El Venezolano I”

PERIODO	Min	Max	Promedio
Previo	5,8	5,9	6,12
Posterior	6	5,7	5,95

Figura N° 4: Bonos El Venezolano I



Este título publico presentaba una condición que lo hacía poco atractivo para los inversionistas, esta convocatoria tenia la particularidad que combinaba deuda interna y externa y las personas que deseaban participar en el bono internacional de igual manera tenían que hacerlo en los VEBONOS estos últimos solo serian negociados en moneda local, el comportamiento observado en nuestra grafica no refleja directamente lo que se desea demostrar ya que el precio de la divisa en el mercado paralelo no disminuyo o en otras palabras siguió su curso normal a pesar de esta colocación de dólares hecha por el gobierno, esto se debió en gran parte a dos factores determinantes que tuvo la oferta, la primera la ubicamos en que necesariamente una persona que participara en el bono internacional tenía que hacerlo paralelamente en el VEBONO ya que el instrumento al ser estructurado el inversionista se le imponía participar en la deuda interna si deseaba adquirir las divisas ofrecidas por este mecanismo, el otro inconveniente presentado en este bono es que la cantidad ofertada no era relevante y las personas decidieron seguir acudiendo al mercado negro porque como factor adicional a esta emisión el gobierno

acepto las órdenes de compra que preferiblemente procedían de pequeñas y medianas empresas y al ser tan poco lo ofrecido el inversionista decidió seguir canalizando su necesidad en este mercado paralelo.

Para estos bonos que fueron emitidos por el gobierno se pudo observar que el mercado no apreció la colocación de este mecanismo alternativo y aunque una parte de la demanda fue satisfecha muchas personas tuvieron que seguir participando al mercado paralelo, en consecuencia nuestra hipótesis no se cumple cabalmente solo en ciertos márgenes de tiempo (días) el precio de la divisa en el mercado negro disminuye.

3.3.4. 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° 8.

Tabla N° 8: Detalles de la Emisión “Bonos Soberanos (2023 y 2028)”

Bono	Valor Nominal Mínimo	Vencimiento
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

Capítulo III: Estudio Empírico

Oferta Total

USD 3.000.000.000,00

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 al 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.

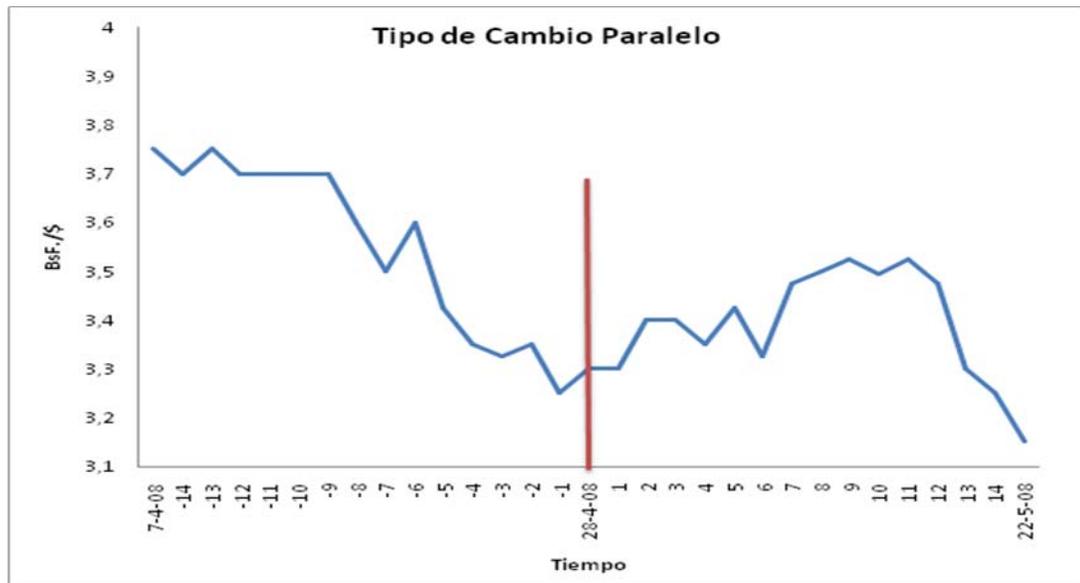
El tipo de cambio en el mercado paralelo se ha graficado a objeto de analizar su efecto en un lapso comprendido entre el 07-04-08 al 22-05-08 el cual comprende 15 cotizaciones previas y 15 cotizaciones posteriores en torno a la fecha 28-04-08 donde oficialmente se anunció el resultado de adjudicación de la emisión de los bonos soberanos 2023-2028 (Ver Figura N° 5). Los valores mínimos, máximos y promedio en cada sub periodo se detallan en la Tabla N° 9.

Se puede observar que la tendencia en el tipo de cambio del mercado paralelo es descendente pasando de 3,75 Bs el día 07-04-08 a 3,30 Bs por dólar para el día 28-04-08, fecha de anuncio de resultados; representando una disminución del 12%. Posteriormente el tipo de cambio tiende a aumentar pero no se equipara a los precios anteriormente encontrados colocándose el día 22-05-08 en 3,15 BsF por dólar.

Tabla N° 9: Valores Descriptivos “Bonos Soberanos (2023 Y 2028)”

PERIODO	Mín	Max	Promedio
Previo	3,65	3,15	3,46
Posterior	3,2	3	3,30

Figura N° 5: Bonos Soberanos (2023 Y 2028)



Para esta convocatoria el gobierno decide ofrecer la cantidad de USD 3.000 millones esto para que en lo posible cubra en gran parte la demanda de divisas y de esta forma las personas acudan a este mercado auspiciado por el gobierno, al estudiar nuestro grafico nos percatamos que este mecanismo obtuvo buenos resultados ya que los inversionistas participaron positivamente en esta colocación de deuda extranjera y al saber de esta emisión muchos esperaron para participar en este instrumento y dejaron de asistir por algunos días al mercado paralelo, otra causa que tuvo relevancia e incidió directamente en la disminución de la divisa en el mercado negro es que los niveles ofertados fueron aumentados a USD 4.000 millones esto en atención a la demanda observada por el gobierno Venezolano, es decir, todos los participantes convocados apreciaron esta colocación e introdujeron sus ordenes de compras para canalizar su necesidad en este mercado, y aunque solo fue cubierta un poco más del 40% de la demanda este mecanismo cumplió su objetivo de frenar durante varios días el precio del dólar mercado negro.

En consecuencia podemos afirmar que con la colocación de estos instrumentos nuestra hipótesis se cumple ya que hay un descenso constante en los valores del dólar en el mercado paralelo cada vez que el estado emite deuda pública extranjera.

3.3.5. 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.

El efecto del tipo de cambio en el mercado paralelo se analizara graficando en un lapso comprendido entre el 11-06-09 al 29-07-09 el cual comprende 15 cotizaciones previas y 15 cotizaciones posteriores en torno a la fecha 06-07-09 en la cual se anuncia oficialmente el resultado de adjudicación de los Petrobonos 2011 (Ver Figura N° 6). Los valores mínimos, máximos y promedio en cada sub periodo se detallan en la Tabla N° 10.

La tendencia en el tipo de cambio en el mercado paralelo parcialmente ascendente con un bajo grado de significación de 6,49 Bs por dólar el día 11-06-09 a 6,50 Bs por dólar el día 06-07-09 lo que represento el 0,15% de aumento. Posteriormente el precio del dólar tiende a aumentar ubicándose en casi 7 Bs por dólar para el último día de nuestro estudio.

Para este título ofrecido por la empresa venezolana la cantidad ofrecida es de USD 3.000 millones y aunque las divisas ofertadas en gran parte pudieron satisfacer la demanda suscitada en el mercado paralelo este instrumento poseía una característica negativa y posiblemente sería la causa directa de que no incidiera positivamente en la baja de los precios del dólar en el mercado negro, esta causa era que los Petrobonos 2011 solo podían ser negociados en el mercado local, es decir, el inversionistas compraba deuda pública que luego sería pagadera en bolívares por lo cual resultaba inapropiado para sus necesidades de divisas participar en estos títulos, el SICET sería el órgano encargado de regular las operaciones con estos bonos que no resultaron cubrir las expectativas esperadas y aunque a posterior estos bonos fueron

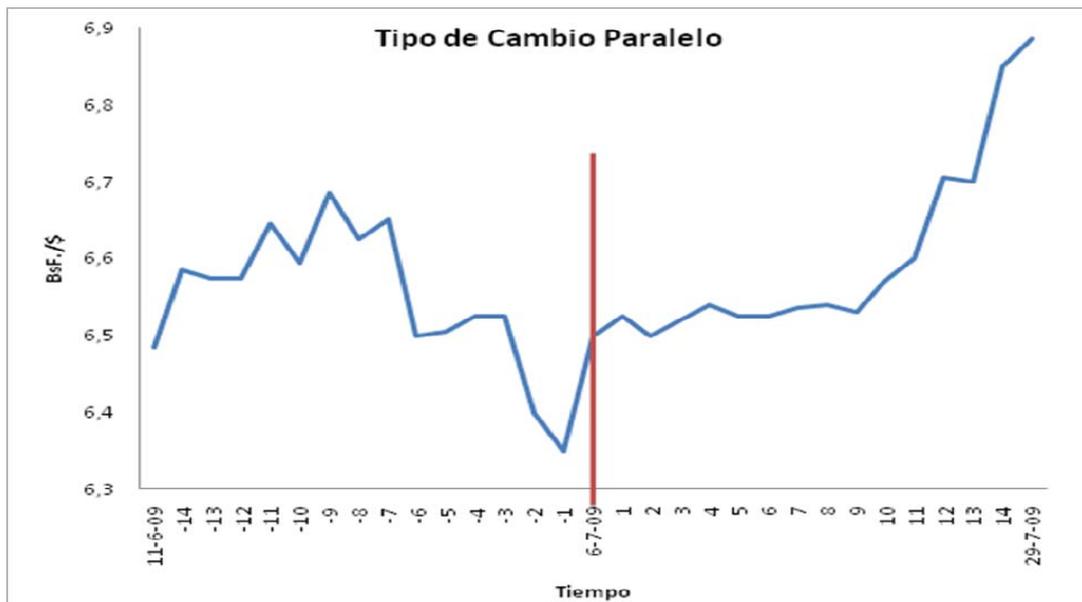
inscritos para ser negociados en el mercado secundario internacional ya una gran parte de las personas siguieron acudiendo al mercado paralelo.

En tal sentido para estos títulos valores ofrecidos como mecanismo alternativo en la adquisición de dólares no se cumple nuestra hipótesis ya que el mercado no percibió positivamente la colocación de deuda por parte de PDVSA y continuó canalizando su necesidad de divisa en el mercado paralelo.

Tabla N° 10: Valores Descriptivos “Petrobonos 2011”

PERIODO	Mín	Max	Promedio
Previo	6,35	6,2	6,41
Posterior	6,4	6,79	6,49

Figura N° 6: Petrobonos 2011



3.3.6. 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° 11.

Tabla N° 11: Detalles de la Emisión “Bonos Soberanos (2019 y 2024)”

Bono	Valor Nominal Mínimo	Vencimiento
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
Oferta Total	USD 3.000.000.000,00	

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 al 2019 en un 69,25% y para el bono con vencimiento al 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.

3.3.7. 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, PETROBONO 2015 Y PETROBONO 2016, en los términos y condiciones señaladas en la Tabla N° 12.

Tabla N° 12: Detalles de la Emisión “Petrobonos (2014, 2015 y 2016)”

Títulos	Valor Nominal	Vencimiento
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
Oferta Total	USD 3.000.000.000,00	

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.

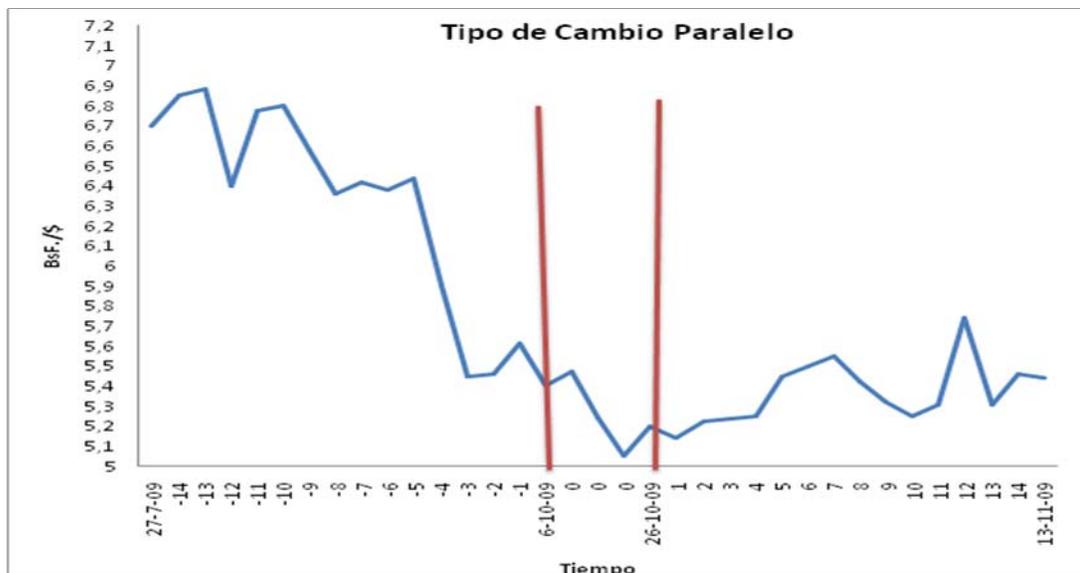
En el anuncio de los resultados se llevo a cabo el 26/10/2009, en la cual se pudo constatar que se recibieron 5.515 órdenes de compras, para un total de 3.261,29 millones \$ USD, adjudicándose el 100% del monto demandado.

Para comprender el comportamiento en el tipo de cambio en el mercado paralelo se ha graficado la colocación en el mercado de ambos bonos con un lapso comprendido entre el día 27-07-09 al 13-11-09 el cual comprende 15 cotizaciones previas al día de la emisión del bono soberano 2019-2024 con fecha 06-10-09 teniendo como fecha referencial las cotizaciones entre ambas emisiones y 15 cotizaciones posteriores a la fecha 26-10-09 en que se anuncia oficialmente el resultado de adjudicación de la emisión de los Petrobonos 2014,2015 y 2016. (Ver Figura N° 7). Los valores mínimos, máximos y promedio en cada sub periodo se detallan en la Tabla N° 13.

Tabla N° 13: Valores Descriptivos “Bonos Soberanos (2019 y 2024) y Petrobonos (2014,2015 y 2016)”

PERIODO	Min	Max	Prom
Previo	6,6	5,1	5,99
Posterior	5,06	5,35	5,3

Figura N° 7: Bonos Soberanos (2019 y 2024) y Petrobonos (2014,2015 y 2016)



Podemos observar la tendencia en el tipo de cambio del mercado paralelo es descendente para la primera colocación de deuda pública pasando de 6,70 Bs por dólar el día 26-07-09 a 5,40 Bs por dólar para el día 06-10-09 representando una disminución de 17,30% mostrando entre cada fecha de emisión de los respectivos bonos una baja de 3,70%. Posteriormente el tipo de cambio tiende a un ligero aumento que no llega alcanzar los índices que anteriormente se encontraban, estos precios finalizan en 5,44 Bs por dólar el día 13-11-09.

Ambos instrumentos poseen la misma oferta tanto los que provienen de la empresa como de la nación la cual es de USD 3.000 millones, de igual manera los dos títulos serian negociados en el mercado secundario característica importante y atractiva para las personas. Para el último semestre del 2009 estas dos emisiones fueron percibidas positivamente por el mercado ya que muchos esperaron para participar en estos bonos del mercado permuta, esto se observa en nuestra grafica ya que a raíz de estas colocaciones de moneda extranjera los precios de la divisa en el mercado paralelo descendieron.

CONCLUSIONES

Los títulos de deuda pública como instrumento permuta han incidido positivamente en el tipo de cambio del mercado negro cumpliéndose las expectativas del gobierno de controlar el mercado negro. Se puntualizan las siguientes conclusiones:

- La oferta realizada por el gobierno en los títulos de deuda pública externa es un factor determinante a la hora de ser percibidos positivamente por los inversionistas ya que éstos evalúan si lo asignado es lo necesario para cubrir sus necesidades.
- Las características de los bonos pueden condicionar la compra de estos títulos ya que al poseer elementos negativos dentro de su composición los inversionistas deciden no participar en la emisión.
- El emisor de estos títulos valores debe ser una institución que genere confianza y garantice el pago de los instrumentos ya que como se pudo apreciar en la emisión de los Bonos del Sur los inversionistas no percibieron positivamente estos bonos por provenir de una economía inestable como la Argentina.
- En el periodo previo a la emisión y adjudicación de los títulos de deuda externa estos resultan atractivos para aquellos inversionistas que requieren utilizarlo como mecanismo permuta. Esto repercute de manera positiva apreciándose el tipo de cambio del mercado paralelo.
- En el periodo posterior se observa que el promedio del tipo de cambio en el mercado negro se ubica por debajo del observado en los días iniciales al

Conclusiones

periodo previo. Esto evidencia que la expectativa del gobierno se ve cumplida al tratar de mantener controlado el tipo de cambio del mercado paralelo.

BIBLIOGRAFÍA

- Arias, F. (2006). El proyecto de investigación. Introducción a la metodología científica (5ta ed.). Venezuela: Espíteme.
- Aktas, Nihat; De bodt, Eric y Cousin, Jean-Gabriel (2007). Event Studies with a Contaminated Estimation Period, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, Issue 1, pp. 129-145.
- Binder, John (1998). The Event Study Methodology since 1969, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 11, Issue 2, pp. 111-137.
- Campbell, John; Lo, Andrew W. Y Mac Kinlay, A Craig (1997). *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Corrons L. Grau M. (1992). *Finanzas internacionales*. 2da Edición. Editorial Ediciones Deusto, S.A Madrid.
- Fama, Eugene; L. Fisher, Lawrence; Jensen, Michael y Roll, Richard (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, Vol. 10, Issue, pp. 1-21.
- Kozikowski, Zbigniew (2007). *Finanzas Internacionales*. Editorial Mc Graw Hill. 2da Edición. México.
- Lamdin, Douglas (2001). Implementing and Interpreting Event Studies of Regulatory Changes, *Journal of Economics and Business*, Vol. 53, Issue 2-3, pp. 171-183.
- Marcano, Daniel (2008). Endeudamiento Público. Obtenido el 13 de febrero del año 2010 de <http://library.fes.de/pdf-files/bueros/caracas/05557.pdf>
- Martin Marín, José Luis; Téllez Valle, Cecilia (2006). *Finanzas Internacionales*. Editorial Thomson, 1ra. Edición. Madrid.
- Schettino Macario (1995). *Economía Internacional*. Editorial Grupo Iberoamericano. México.
- Acuña, José (2010). Control de Cambios. Obtenido el 09 de febrero del 2010 de <http://www.sabetodo.com/contenidos/EpyyAyAuZuiXyeGSat.php>.
- Antón, José (2009). Instrumentos de deuda pública. Obtenido el 08 de febrero del 2010 de <http://html.rincondelvago.com/deuda-publica.html>.

Bibliografía

- Banco Central de Venezuela (2009). Títulos de deuda pública. Obtenido el 16 de mayo del año 2010 de <http://www.bcv.org.ve/c5/deudapublica.asp>.
- Cadivi (2003). Glosario de términos. Obtenido el 07 de febrero del 2010 de <http://www.cadivi.gob.ve/biblioteca/control.html>.
- Castañeda, Luis (2005). Control de Cambios. Obtenido el 09 de febrero del 2010 de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/ve/2006/orgc-12b.htm>.
- Contreras, José (2010). Control de Cambios. Obtenido el 07 de febrero del 2010 de <http://www.joseacontreras.net/mexico/glosario.htm>.
- Díaz, Ana; Ochoteco, Wilmeida; Crespo, Ali y Galindo, Francisco (2003). Control de Cambio. Obtenido el 09 de febrero del 2010 de <http://www.monografias.com/trabajos2/mercambiario/mercambiario.shtml>.
- Guevara, Juan (2006). Instrumentos ADR. Obtenido el 19 de febrero del año 2010 de <http://www.elinversionista.tv/dinero/adr.htm>.
- Guilarte, Luis (2008). Instrumentos de deuda pública. Obtenido el 10 de marzo del 2010 de <http://html.rincondelvago.com/deuda-publica.html>.
- Gómez, Jorge (2001). Instrumentos ADR. Obtenido el 17 de febrero del año 2010 de http://es.wikipedia.org/wiki/American_Depositary_Receipt.
- Hernández, Rogelio (2006). Instrumentos ADR. Obtenido el 15 de febrero del año 2010 de <http://www.invertironline.com/Aprender/Nivel3/N3adr.asp>.
- Herrera, Daniela (2007). Instrumentos ADR. Obtenido el 10 de febrero del año 2010 de <http://es.mimi.hu/economia/adr.html>.
- Jerez, Marlon (2001). Instrumentos ADR. Obtenido el 15 de febrero del año 2010 de <http://www.econlink.com.ar/rocca/adr>.
- Oropeza, Luis (2009). Deuda pública Externa. Obtenido el 18 de febrero del año 2010 de http://es.wikipedia.org/wiki/Deuda_externa
- Pasapera, Hernán (2006). Instrumentos ADR. Obtenido el 10 de febrero del 2010 de <http://www.gacetafinanciera.com/TEORIARIESGO/cib.pdf>
- Pérez, Luis (2007). ADR cantv. Obtenido el 22 de maro del año 2010 de <http://bonosvenezuela.blogspot.com/2007/02/adr-de-cantv-por-encima-de-17-dlares.html>.

Bibliografía

Silva, Pedro (2000). Control de Cambio en Venezuela. Obtenido el 07 de febrero del 2010 de <http://www.monografias.com/trabajos13/monodef/monodef.shtml>.

Vecchio, José (2006). Instrumentos ADR. Obtenido el 11 de febrero del año 2010 de http://finanzas-internacionalesunesr.blogspot.com/2009_06_28_archive.html.

Venezuelafx, (2010). Tipo de Cambio del mercado negro. Obtenido el 09 de febrero del año 2010 de <http://venezuelafx.blogspot.com>

HOJA DE METADATOS

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

Título	IMPACTO DE LOS TITULOS DE DEUDA PÚBLICA EXTERNA EN EL TIPO DE CAMBIO DEL MERCADO NEGRO EN EL CONTEXTO VENEZOLANO (2006-2009)
Subtítulo	

Autor(es)

Apellidos y Nombres	Código CVLAC / e-mail	
Parejo R., José J.	CVLAC	V- 17.910.941
	e-mail	josej_parejo@hotmail.com
	e-mail	
Ramirez V., Nada R.	CVLAC	V- 17.539.543
	e-mail	nadaentuespacio@hotmail.com
	e-mail	
	CVLAC	
	e-mail	
	e-mail	
	CVLAC	
	e-mail	
	e-mail	

Palabras o frases claves:

- Control de cambio
- 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):

Un sistema de control de cambio es implementado para minimizar el impacto negativo que se produce en la economía interna y que se refleja principalmente en la balanza de pagos. Ante la dificultad de los inversionistas en obtener divisas a través del mecanismo oficial se genera un mercado negro en el cual se canalizan estas necesidades. El problema radica cuando el tipo de cambio en ambos mercados difiere significativamente. Esto perjudica la economía interna ya que nuestra economía depende en gran parte de las importaciones. Muchos de los bienes importados son negociados al tipo de cambio del mercado negro y los costos de otros bienes son imputados a este tipo cambio aún cuando son adquiridos al tipo de cambio oficial. Esta situación produce un efecto negativo en la economía Venezolana; por lo que el gobierno consciente de esto, 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. Hemos utilizado la técnica “Event Study”, en su fase inicial, para identificar si existe una variación anormal significativa en la cotización del tipo de cambio en el mercado negro en relación al anuncio de los resultados de las emisiones de deuda pública externa venezolana en el período 2006-2009. En la evidencia empírica se muestra cómo interpreta el mercado los anuncios de la convocatoria y adjudicación de los títulos de deuda en la fase previa y posterior. Se han determinado las características particulares de cada emisión para identificar la percepción del mercado ante la oportunidad de utilizar esta opción como un instrumento permuta. Se concluye que las características de cada instrumento han sido factores determinantes en la aceptación de estos títulos por parte de los inversionistas observándose que en el tipo de cambio del mercado negro se aprecia nuestra moneda con respecto al dólar tanto en la fase previa como posterior cuando el inversionista le resulta atractivo como mecanismo permuta.

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-ParejoJose.doc	Aplication/Word
Tesis-RamirezNada.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

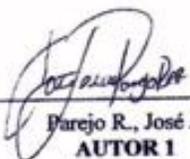
Institución(es) que garantiza(n) el Título o grado:

UNIVERSIDAD DE ORIENTE

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

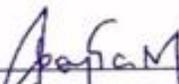
Derechos:

Nosotros **Parejo R., José J.** y **Ramírez V. Nada R.**; autorizamos a la Universidad de Oriente a publicar el Trabajo de Grado con fines educativos.


Parejo R., José J.
AUTOR 1


Ramírez V., Nada R.
AUTOR 2


Prof. Dra. Antonina Mónica
ASESOR


POR LA COMISION DE TRABAJO DE GRADO
(Profesor: Econ. Msc. **RAFARI GARCIA**)
COORDINADOR

