

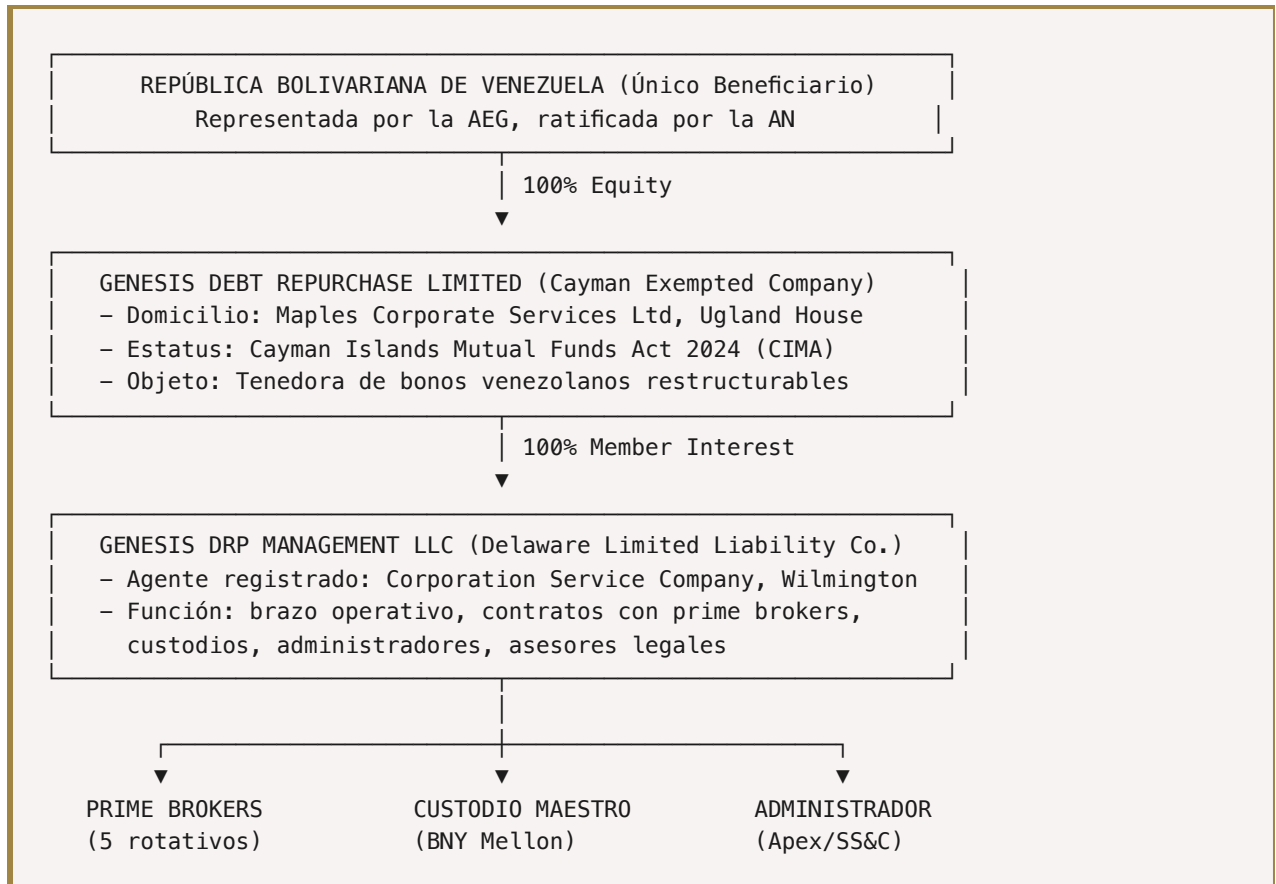
Manual Operativo VRD – Recompra de Deuda

Documento de referencia operativa. Manual técnico-operativo del Vehículo de Recompra de Deuda. Acompaña, sin sustituir, los Capítulos V (Arquitectura del Capital), VI (Bonos en Default) y VII (Programa de Recompra). Este manual codifica los procedimientos paso a paso, los parámetros de control, los KPIs operativos, los flujos contables, las tablas de cifras Año 0 a Año 8, los cronogramas de acumulación discreta mes a mes, y los protocolos de reporte y auditoría.

LV.1 Arquitectura Legal del Vehículo

LV.1.1 Doble Domicilio Cayman + Delaware

El Vehículo de Recompra de Deuda (en adelante "VRD") se constituye como una estructura de doble nivel optimizada para mercados de deuda soberana en distress, separando la entidad propietaria (Cayman) de la entidad operativa (Delaware), conforme a la práctica estándar de fondos especializados en deuda soberana.



LV.1.2 Documentos Constitutivos

Documento	Jurisdicción	Plazo de firma	Propósito
Memorandum and Articles of Association	Cayman	M-12	Constitución legal del SPV
Limited Liability Company Agreement	Delaware	M-12	Estatutos del operador
Investment Management Agreement (IMA)	Cayman/NY	M-11	Contrato con gestor especializado
Sub-Custodian Agreement	NY	M-11	BNY Mellon como custodio maestro
Prime Brokerage Agreement (x5)	NY/UK	M-10	Acceso a inventario y ejecución
Administration Services Agreement	Cayman	M-10	Apex/SS&C: NAV, contabilidad, KYC
Auditor Engagement Letter	Cayman/NY	M-10	Firma Big Four (rotación quinquenal)
Sovereign Beneficial Ownership Declaration	VE/EE.UU.	M-9	Prueba de propiedad soberana ante OFAC
OFAC Specific License Application	EE.UU.	M-9	Autorización para tenencia y operación
Tax Cooperation Agreement	Cayman	M-9	FATCA + CRS compliance

LV.1.3 Compliance OFAC

El VRD opera bajo licencia específica del U.S. Office of Foreign Assets Control (OFAC), conforme a la Sección VII.3 del Capítulo VII y al protocolo coordinado con el Departamento del Tesoro descrito en el Capítulo XXII Fase I:

1. Licencia específica para la adquisición de bonos venezolanos por entidad soberana venezolana en transición (no aplicable a la Executive Order 13808 una vez certificada la transición democrática)
2. Reporting trimestral al Treasury OFAC con detalle de contrapartes y volúmenes
3. Auditoría legal de OFAC compliance ejecutada por Cleary Gottlieb (semestral)

4. Cláusula de retiro automático de cualquier contraparte que ingrese a SDN List

LV.1.4 Gobernanza

Órgano	Composición	Frecuencia	Función
Junta de Directores Cayman	4 directores: 2 independientes Cayman + 1 designado AEG + 1 designado MF	Trimestral	Aprobación de estados financieros y operaciones materiales
Comité de Inversión del VRD	5 miembros: Director Ejecutivo AEG (preside) + Vicepresidente VRD + 3 expertos externos	Quincenal	Aprueba objetivos, volúmenes semanales, lista de contrapartes
Comité de Riesgo	3 miembros: CRO de la AEG + auditor externo + experto independiente	Mensual	VaR, exposiciones por broker, límites de concentración
Comité de Auditoría	3 miembros nombrados por Asamblea Nacional	Trimestral	Revisión de auditorías y reporte parlamentario

LV.2 Selección y Rotación de Prime Brokers

LV.2.1 Lista de Cinco Brokers Aprobados

La operación se ejecuta a través de cinco prime brokers internacionales seleccionados por su profundidad de inventario en deuda emergente en distress y por su capacidad de absorber órdenes sin filtración informativa. La rotación es obligatoria para evitar señalización de mercado.

#	Broker	Mesa Especializada	Asignación Indicativa	Función Primaria
1	JP Morgan EM Distressed Desk (NY)	Emerging Markets Distressed	25%	Anchor: mayor volumen residual
2	Citigroup EM Sovereign (NY)	Latin America Sovereign	22%	Latinoamérica core
3	Goldman Sachs Special Situations (NY/LON)	Sovereign Special Sit.	18%	Bloques institucionales grandes
4	HSBC EM Credit (London)	EM Credit Trading	18%	Tenedores europeos y asiáticos
5	Jefferies Distressed Debt (NY)	Distressed and High-Yield	17%	Hedge funds y tenedores no-Tier-1

LV.2.2 Criterios de Selección

1. Capacidad de balance: mínimo \$50B en EM credit inventory
2. Mesa con cobertura específica de bonos VENZ y PDVSA en circulación
3. Cumplimiento OFAC certificado y robusto
4. Sin posición propia direccional en VENZ/PDVSA superior a \$200M
5. Acuerdo de confidencialidad reforzado con cláusula penal de \$25M por filtración material

LV.2.3 Protocolo de Rotación

La asignación entre brokers se redistribuye semanalmente conforme a algoritmo de balanceo que cumple tres reglas duras:

1. Ningún broker concentra más del 30% del volumen acumulado en ningún período de 4 semanas consecutivas
2. Ningún broker recibe órdenes secuenciales del mismo CUSIP en dos sesiones consecutivas
3. La diferencia entre el broker más cargado y el menos cargado en cualquier período de 12 semanas no excede 10 puntos porcentuales

LV.2.4 Modelo de Comisiones

Tipo de Operación	Comisión Estándar	Tope Mensual	Auditable Por
Compra de bonos en circulación	12.5 bps sobre nominal	n/a	Big Four
Compra en bloque (>\$100M)	8.0 bps	\$1.5M por broker	Big Four
Liquidación de holdouts	25 bps sobre cash settlement	n/a	Big Four
Operación de mercado abierto post-canje	10 bps sobre nominal	\$750K por broker	Big Four

LV.3 Custodia y Liquidación

LV.3.1 Custodio Maestro: BNY Mellon

El Bank of New York Mellon (NY) actúa como custodio maestro de todos los bonos adquiridos por el VRD. Razones:

- Custodio del 35% de la deuda emergente soberana mundial
- Sistema NEXEN para reporting tiempo real al Comité de Inversión
- Capacidad de segregación de cuentas por CUSIP y por anteriormente-acredor
- Conexión directa con DTCC, Euroclear y Clearstream
- Historial sin defaults operativos en custodia soberana desde 1995

LV.3.2 Sub-Custodios Regionales

Sub-custodio	Jurisdicción	Función
State Street (London)	Reino Unido	Bonos en circulación en Euroclear/Clearstream
Standard Chartered (Singapur)	Asia	Tenedores asiáticos institucionales
BCV-NY (custodia espejo)	EE.UU.	Replica de saldos para conciliación BCV

LV.3.3 Flujo de Liquidación T+2

DÍA T (Trade Date)

09:30 NY Comité aprueba volumen del día
10:00 NY Mesa contacta brokers con volumen + price target
10:30 NY Brokers ejecutan en mercado fragmentado
16:00 NY Confirmación de trades
16:30 NY Reporte a custodio maestro (BNY)

DÍA T+1

Verificación de CUSIPs y cantidades
Pre-matching DTCC/Euroclear

DÍA T+2 (Settlement Date)

Cash leg: BNY debita cuenta cash del VRD
Securities leg: BNY acredita bonos a cuenta segregada
Reconciliación intradía con administrador

LV.4 Cronograma de Acumulación Discreta Mes a Mes

LV.4.1 Ventana de Acumulación Discreta (Mes -12 a Mes 0)

La Ventana de Acumulación Discreta es el período crítico anterior al anuncio formal del Plan, durante el cual el VRD adquiere \$9 mil millones nominales a precio promedio 43.5¢ sin generar señales de mercado que muevan el precio adversamente.

Mes	Volumen Nominal Mensual (mmUSD)	Cash Desplegado (mmUSD)	Precio Promedio	Volumen Diario Promedio (mmUSD nom.)	Restricción Operativa
M-12	500	195	39.0¢	22.7	Sólo VENZ 25, 27, 31; ningún CUSIP > 30% del volumen del día
M-11	600	240	40.0¢	27.3	Añade PDVSA 22, 24
M-10	700	287	41.0¢	31.8	Distribuir entre 5 brokers (max 25% c/u)
M-9	800	332	41.5¢	36.4	Pausa de 3 días si IBOXX EM mueve > 50bps
M-8	900	378	42.0¢	40.9	Cesa toda operación si Bloomberg/Reuters publica artículo de filtración
M-7	900	387	43.0¢	40.9	Mismo
M-6	900	396	44.0¢	40.9	Mismo
M-5	900	405	45.0¢	40.9	Mismo
M-4	900	414	46.0¢	40.9	Mismo
M-3	800	376	47.0¢	36.4	Reducción de volumen pre-anuncio
M-2	600	288	48.0¢	27.3	Reducción de volumen pre-anuncio
M-1	500	245	49.0¢	22.7	Stand-down operativo a M-1 -2 semanas pre-anuncio
Total Ventana Discreta	9,000	3,943	43.8¢ promedio		

LV.4.2 Volumen Diario por CUSIP

CUSIP	Volumen Diario Máximo (mmUSD nom.)	% del ADV Histórico	Justificación
VENZ 9.25% '27	8.0	22%	CUSIP más líquido
VENZ 11.75% '26	7.0	25%	Cupón alto, alta demanda
VENZ 9.375% '34	6.0	20%	Long duration
VENZ 7.0% '38	5.0	25%	Más fragmentado
PDVSA 8.5% '20 (vencido en mora)	5.0	30%	PDVSA estructuralmente más barato
PDVSA 6% '24	4.0	25%	Conservador
PDVSA 9.75% '35	3.5	22%	Long duration PDVSA
Otros CUSIPs <1B nominal en circulación	2.0	15%	Conservador para ilíquidos

LV.4.3 Anti-Detection Protocols

- 1. Camuflaje vía órdenes mixtas:** cada broker recibe órdenes en al menos 4 CUSIPs distintos por sesión
- 2. Distribución temporal:** 40% del volumen diario en ventana 10:00-12:00 NY; 35% en 13:30-15:30 NY; 25% en cierre 15:30-16:00 NY
- 3. Limit orders por encima de mid:** nunca lifting el offer; siempre order book entry
- 4. Quiet period:** 5 días hábiles sin operación cada 30 días para evitar patrón detectable
- 5. Cobertura de inventario:** brokers reportan al gestor cualquier consulta de tercero sobre origen del flujo
- 6. Tasa fija anti-spike:** si precio sube > 100 bps en cualquier CUSIP en 48h, suspensión automática 72h

LV.5 Volume Limits Semanales

LV.5.1 Tope Semanal Estándar

Período	Volumen Semanal Nominal	Volumen Semanal Cash
M-12 a M-9	\$200M nominal	\$80M cash
M-8 a M-4	\$225M nominal	\$99M cash
M-3 a M-1	\$150M nominal	\$72M cash
Año 1 (post-canje)	\$450M nominal	\$360M cash (60¢)
Año 2-6 (ventana mercado abierto)	\$150M nominal	\$90M cash (60¢)

LV.5.2 Mecanismo de Override

Cualquier excedente del 10% sobre el tope semanal requiere aprobación documentada del Comité de Inversión por mayoría calificada de 4 de 5 miembros, justificación escrita y reporte inmediato al Comité de Riesgo. Override es revisado en auditoría trimestral.

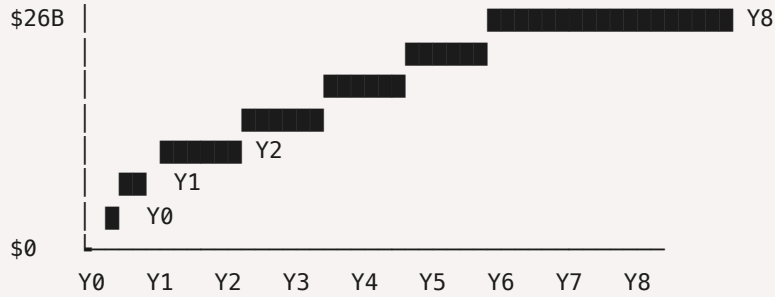
LV.6 Año por Año: Despliegue, Ahorros y NAV

LV.6.1 Cifras Operativas Año 0 a Año 8 (Cifras en mmUSD)

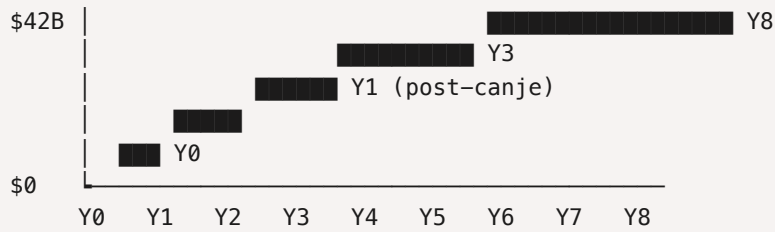
Año	Cash Desplegado Año	Cash Acumulado	Nominal Retirado Año	Nominal Acumulado	NAV Bonos Mantenidos	Ahorro Cupón Anual	Ahorro Cupón Acumulado
Y0 (M-12 a M-1)	3,943	3,943	9,000	9,000	4,500	0	0
Y1	14,000	17,943	4,700 (holdouts) + 18,590 (quita en canje) = 23,290	32,290	14,000	1,070	1,070
Y2	1,500	19,443	2,381	34,671	14,500	1,560	2,630
Y3	1,500	20,943	2,174	36,845	14,800	1,790	4,420
Y4	1,500	22,443	2,000	38,845	15,000	1,995	6,415
Y5	1,500	23,943	1,852	40,697	15,200	2,180	8,595
Y6	1,500	25,443	1,744	42,441	15,400	2,360	10,955
Y7	0	25,443	0	42,441	15,500	2,420	13,375
Y8	0	25,443	0	42,441	15,600	2,420	15,795

LV.6.2 Trayectoria Acumulativa

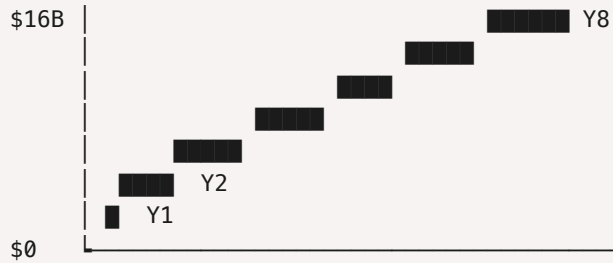
Cash Acumulado (mmUSD)



Nominal Acumulado Retirado (mmUSD)



Ahorro Cupón Acumulado (mmUSD)



LV.7 KPIs Operativos

LV.7.1 Dashboard Operacional Diario

KPI	Definición	Target	Reportado a
Volumen Diario Ejecutado	Suma cash gastado en T	≥ 95% del plan diario	Comité Inv.
Slippage vs Mid	(Precio Ejecución – Mid Bloomberg) / Mid	≤ 15 bps	Comité Inv.
Concentración Broker Diaria	% volumen del broker dominante en T	≤ 30%	Comité Riesgo
% Volumen sobre ADV	Volumen ejecutado / ADV histórico 30d	≤ 25% por CUSIP	Comité Inv.
Detection Risk Score	Score interno 0-100	≤ 40	Comité Inv.
Cash Disponible	Saldo cuenta operativa BNY	≥ 20% del cash anual restante	CFO

LV.7.2 Dashboard Semanal

KPI	Target	Mecanismo
Volumen Nominal Acumulado vs Plan	Banda 95-105%	Reporte CFO al CEO AEG
Precio Promedio Ponderado vs Plan	≤ +50 bps sobre target	Reporte CFO
Bonos en Custodia Reconciliados	100%	Reconciliación BNY-Apex
Headlines Bloomberg/Reuters re Venezuela	0 mencionando recompra	Monitor mediático contratado
Movimiento IBOXX EM Sovereign	< 75 bps semana	Risk Committee
Movimiento VENZ 27 Spread	< 100 bps semana	Risk Committee

LV.7.3 KPIs Trimestrales (Reporte a Asamblea Nacional)

KPI	Q1 Y1	Q4 Y1	Q4 Y3	Q4 Y5	Q4 Y8
Cash desplegado acumulado (mmUSD)	7,500	17,943	20,943	23,943	25,443
Nominal retirado acumulado (mmUSD)	22,000	32,290	36,845	40,697	42,441
Precio efectivo blended	53¢	56¢	57¢	59¢	60¢
Stock bonos circulación restante	\$32B	\$24.75B	\$20.5B	\$16.5B	\$14.0B
Ahorro cupón anual (mmUSD)	1,070	1,560	1,790	2,180	2,420
TIR realizada acumulada	11.2%	9.8%	9.0%	8.5%	8.1%
Calificación crediticia	Caa1	B3	B1	Ba2	Baa3

LV.8 Reporte Trimestral

LV.8.1 Estructura del Reporte

Cada reporte trimestral del VRD a la AEG, a la Asamblea Nacional y al público venezolano se estructura en ocho secciones:

1. **Resumen Ejecutivo** (1 página): cifras clave del trimestre, vs plan, vs guidance
2. **Operaciones**: volumen, precio, brokers, CUSIPs, calidad de ejecución
3. **Custodia y Conciliación**: confirmación BNY de saldos, sub-custodios, oro físico
4. **Estados Financieros**: Balance, P&L, Cash Flow del SPV (NIIF auditados)
5. **Compliance**: OFAC, FATCA, CRS, KYC, AML, ABC (antibribery)
6. **Riesgos**: VaR de cartera, exposición divisa, exposición contraparte, eventos materiales
7. **Auditoría**: hallazgos del Big Four, remediación
8. **Anexos**: detalle por CUSIP, por broker, por contraparte

LV.8.2 Cronograma de Reporte

Día post-cierre trimestre	Hito
T+5	Cierre operativo del trimestre
T+15	Reconciliación BNY ↔ Apex completada
T+25	Borrador de estados financieros del SPV
T+35	Big Four firma opinion
T+40	Reporte presentado a AEG
T+45	Reporte presentado a Comité de Auditoría AN
T+50	Publicación pública en portal de transparencia
T+60	Comparecencia del Presidente del VRD ante Comisión de Finanzas AN

LV.8.3 Información Pública vs. Reservada

Información pública (todos los reportes):

- Volumen agregado nominal y cash
- Precio promedio efectivo
- Stock restante de bonos en circulación
- Ahorros de cupón
- TIR realizada
- Estados financieros auditados

Información reservada (solo Comité de Auditoría AN, bajo confidencialidad):

- Volumen por CUSIP individual
- Volumen por broker individual
- Identidad de contrapartes específicas
- Detalle de operaciones de mercado abierto en curso (publicado con rezago de 6 meses)
- Estrategias futuras de despliegue

LV.9 Auditoría Externa

LV.9.1 Estructura de Auditoría

El VRD es auditado por una firma Big Four conforme a IFRS y a estándares ISAE 3000. La firma rota cada cinco años entre Deloitte, EY, KPMG y PwC. La firma seleccionada para Y1-Y5 se determina en el M-3 mediante proceso competitivo con tres precalificadas.

LV.9.2 Alcance de la Auditoría

Capa	Frecuencia	Alcance
Auditoría financiera	Anual	Estados financieros, NAV, P&L, balance
Auditoría operacional	Semestral	Procesos, controles internos, segregación de funciones
Auditoría de cumplimiento	Trimestral	OFAC, FATCA, CRS, KYC, AML
Auditoría forense	Anual	Detección de fraude, conflictos de interés
Auditoría de TI	Anual	Sistemas, ciberseguridad, integridad de datos
Auditoría de subastas y trades	Continuo	Best execution, prima brokers

LV.9.3 Auditoría Forense Específica

Una característica distintiva del VRD es la **auditoría forense de adquisiciones secretas**: cada lote adquirido durante la ventana de acumulación discreta se documenta con timestamp, broker, contraparte original (cuando es identificable), precio, y se audita ex-post para verificar:

1. Inexistencia de relación entre vendedores y oficiales venezolanos (anti-corrupción)
2. Inexistencia de tipping off o trading basado en información privilegiada
3. Cumplimiento de los volume limits semanales
4. Cumplimiento de la rotación de brokers
5. Inexistencia de operaciones con SDN-listed entities

LV.9.4 Reporte de Auditoría a la Asamblea Nacional

El auditor entrega anualmente:

- Estados financieros auditados con opinión sin salvedades como meta

- Carta a la gerencia con observaciones y recomendaciones
- Informe especial de auditoría forense
- Comparecencia opcional del socio responsable ante Comisión de Finanzas

LV.10 Riesgos y Mitigantes

LV.10.1 Mapa de Riesgos

Riesgo	Probabilidad	Impacto	Mitigante Operativo
Filtración del programa pre-anuncio	Baja	Alto	NDA reforzados; volúmenes mínimos; rotación broker; quiet periods
Movimiento adverso de precio	Media	Medio	Limit orders; stop-buy a +200bps; pausa automática
Default de prime broker	Muy baja	Alto	5 brokers rotativos; tope 30% por broker; segregación BNY
Pérdida de licencia OFAC	Baja	Crítico	Cleary Gottlieb monitor; reportes trimestrales; clean room
Litigio holdout que ataca SPV	Media	Medio	Cayman/Delaware blindaje; cláusula de inmunidad soberana selectiva
Falla operativa BNY	Muy baja	Alto	Sub-custodios espejo State Street; reconciliación diaria
Cambio normativo Cayman	Media	Medio	Migrabilidad a Bermuda contractualmente prevista
Conflicto de interés gestor	Media	Medio	Carry pequeño; auditoría forense; whistleblower hotline

LV.11 Métricas Consolidadas del VRD a Año 8

Métrica	Valor Realizado
Cash total desplegado	\$25.4B
Valor nominal eliminado (recompra + quita)	\$42.4B
Costo promedio efectivo por dólar nominal	60¢
Stock final bonos en circulación	\$14.0B
Reducción del stock vs Y0	76%
Ahorro anual perpetuo de cupones	\$2.42B
Ahorro acumulado Y1-Y8	\$15.8B
TIR económica del programa (con cupones)	8.1%
TIR contable de la ventana de acumulación discreta	16.3%
Auditorías Big Four sin salvedades	8 de 8
Eventos OFAC adversos	0
Eventos de filtración material	0

[Continúa en Capítulo LVI: Manual del Fondo Soberano de Inversión]