

LA MONSTRUOSA DEUDA *venezolana*

LA DEUDA EXTERNA VENEZOLANA DERIVADA DE LOS BONOS

LA DEUDA EXTERNA VENEZOLANA DERIVADA DE LOS BONOS

por RAMÓN ESCOVAR ALVARADO, ANDRÉS CARRASQUERO & MARIANA CAMPOS VILLALBA

RESUMEN

En este estudio explicamos la importancia de la deuda financiera de la República Bolivariana de Venezuela y varias de sus empresas gubernamentales. Actualmente esta categoría de deuda, que representa la mitad de la deuda externa de la República, se encuentra en estado de default y varios acreedores han comenzado a formular acciones judiciales de cobro. La experiencia en otros países demuestra que no resolver este asunto a la brevedad pudiese generar perjuicios económicos a varias generaciones de venezolanos.

INTRODUCCIÓN

Más de veinte años de gobiernos chavistas han generado una grave crisis económica y social en Venezuela. La crisis venezolana es, en gran medida, consecuencia de expropiaciones directas e indirectas de la inversión privada, corrupción, y crecimiento exponencial del tamaño del Estado. Estas políticas se sostuvieron en un voraz endeudamiento público internacional y en una amplia gama de restricciones irrazonables a la actividad privada. Entre las consecuencias acarreadas por las políticas de los gobiernos chavistas destacan las siguientes:

1. En 2020 alrededor de 7,6 millones habitantes de Venezuela viven en pobreza extrema¹;
2. De acuerdo con UNICEF (Fondo de Naciones Unidas para la Infancia), en 2019 la tasa de mortalidad de niños menores de cinco años fue de la alarmante cantidad de 24,5 por cada 1000 nacimientos²; y
3. Según la OIT (Organización Internacional del Trabajo), 5,1 millones de personas han emigrado de Venezuela desde el 2015, es decir, una cantidad equivalente al 16,45% de la población venezolana actual.³

En diciembre de 1998 el ingreso medio diario por venezolano era el equivalente 32,07 dólares actuales. Según el consenso moderno, Venezuela era un país cuyos habitantes detentaban el cuarto –y más elevado– nivel de prosperidad, ya que el ingreso medio diario era superior a 32 dólares. En ese año, además, la deuda externa gubernamental había llegado a su nivel más bajo de la historia: 51.9 millardos de dólares actuales. Ese monto era equivalente a un tercio del PIB de aquel momento. En el país habían alrededor de 620 mil empresas.

En 2020, después de 21 años de gobiernos chavistas, más de 5500 expropiaciones directas, y a pesar del boom petrolero más importante de nuestra historia, los habitantes de Venezuela técnicamente viven en nivel de pobreza: su ingreso medio diario es 6,8 dólares. El PIB per cápita es aproximadamente USD 2.300 dólares, monto equivalente a países del sur de Sáhara. La deuda externa gubernamental (la deuda por bonos de la República y PDVSA, laudos arbitrales y expropiaciones) es aproximadamente 162 millardos de dólares, monto que es 2,3 veces mayor que nuestro PIB. Quedan menos de 250 mil empresas.

Entre las diferentes categorías de deuda, aquella relacionada con los bonos e instrumentos financieros emitidos por la República y las empresas gubernamentales hoy representa casi la mitad de la deuda pública externa de Venezuela. La historia de otros países que han incumplido deuda financiera ha sido traumática y ha perjudicado a varias generaciones de sus habitantes.

¹ En el 2017, 7,6 millones de trabajadores venezolanos percibían salario mínimo. Véase: <https://www.elnacional.com/economia/los-trabajadores-del-sector-formal-ganan-ahora-salario-minimo-180003/>. No hay información acerca del número de trabajadores venezolanos que percibieron salario mínimo en los años 2018 y 2019. Hoy es salario mínimo mensual es 250 mil bolívares más un bono de alimentación de 200 mil bolívares. El 12 de marzo de 2020, la tasa de cambio entre el dólar y el bolívar es de 80.000 bolívares por dólar. Por tanto, el salario mínimo diario junto con el ticket alimentación equivalen a alrededor de dieciocho de centavos de dólares diarios.

² Los datos de mortalidad infantil pueden ser verificados en: <https://childmortality.org>, organismo asociado a UNICEF (Fondo de Naciones Unidas para la Infancia). Se debe tener en cuenta que la tasa de mortalidad infantil de niños menores a cinco años es el parámetro generalmente aceptado como indicador de las condiciones del resto de la sociedad. El número de 24,5 es número superior al de Colombia (14,2), Chile (7,2), Francia (4,0) y Arabia Saudita (7,1), y Siria (16,7).

³ Organización Internacional del Trabajo (mayo de 2020). *Personas refugiadas y migrantes venezolanas en América Latina y el Caribe: Respuesta de la OIT, actualización Covid-19*. En: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---americas/---ro-lima/documents/publication/wcms_697644.pdf

I. PANORAMA GENERAL DE LOS BONOS

Actualmente, Venezuela tiene una deuda externa derivada de bonos emitidos por la República, PDVSA y Elecar (C.A. Electricidad de Caracas) por los montos aproximados de USD 58.822.622.900 de capital (USD 58 millones) más USD 12.105.441.332,50 de intereses acumulados a junio de 2020 y no pagados (USD 12 millones), lo cual totaliza la cantidad aproximada de USD 70.928.064.232,50 (USD 70 millones). Esta cifra representa casi la mitad de la deuda pública externa de Venezuela y se irá incrementando semestre a semestre con la acumulación de nuevos intereses no pagados.

Para el cálculo de los intereses tomamos en cuenta lo siguiente: (i) todos los bonos generan intereses pagaderos en dos cuotas semestrales y calculados a la respectiva tasa de interés de cada bono; (ii) estamos asumiendo que se dejaron de pagar los intereses de todos los bonos a partir de noviembre de 2017 (salvo el PDVSA 2020), cuando el gobierno de Maduro anunció la reestructuración de la deuda; (iii) los intereses adeudados del PDVSA 2020 se calcularon a partir de octubre de 2019 (el último pago de intereses de este bono fue en mayo de 2019); (iv) en cuanto a los bonos cuya fecha de pago de capital ya venció, los intereses se calcularon hasta la fecha de vencimiento; y (v) el corte se hizo al 30 de junio de 2020.

Se trata de 25 emisiones de bonos realizadas entre los años 1997 al 2016, los cuales se encuentran en default (i.e. incumplimiento de obligación o mora). En el caso de cinco bonos [Elecar 2018, Venezuela 2018 (US922646AT10), Venezuela 2018 (US922646BE32), Venezuela 2018 (USP97475AD26) y Venezuela 2019], el default se debe a la falta del pago del capital luego de la fecha de vencimiento; en cuanto al resto de los bonos, se debe a la falta de pago de intereses desde finales del año 2017. Como anexo I, ver un cuadro resumen de información relevante de los bonos.

Como consecuencia del default, en teoría todos los tenedores de bonos podrían demandar ante los tribunales a Venezuela, PDVSA o Elecar. Sin embargo, hasta la presente fecha sólo tenemos conocimiento de la existencia de tres juicios ante los tribunales de Nueva York y un juicio ante los tribunales de Londres iniciados por tenedores de bonos. Dichos juicios totalizan un monto demandado de USD 1,58 millones. La razón de la poca litigiosidad por el momento se debe a alguna o varias de las siguientes razones –dependiendo del caso–: (i) los elevados costos de demandar y llevar un juicio en los tribunales de Nueva York o Londres; (ii) la complejidad de lograr la ejecución forzosa de la eventual sentencia que condene a Venezuela a pagar lo adeudado; (iii) la dificultad de poner de acuerdo a los diferentes tenedores de una emisión para acelerar el bono y demandar; y/o (iv) la preferencia por esperar un acuerdo de reestructuración de la deuda. Como anexo II, ver un cuadro resumen de información relevante de los juicios.

Debido al default y la crisis política, económica y humanitaria de Venezuela que aleja el escenario de una recuperación de la sostenibilidad de la deuda, el valor de mercado de los bonos de Venezuela y PDVSA es bastante bajo. En marzo de 2020 (antes de la cuarentena por el Covid-19), el promedio del valor de los bonos de PDVSA era 9,86 centavos de Dólar (i.e. 9,86% del valor facial) y de los bonos de la República era 15 centavos de Dólar (i.e. 15% del valor facial).⁴

Son muchos los tenedores de los bonos y su identificación es muy difícil, debido a que dicha información no es pública. Sin embargo, en medios de comunicación se han identificado varios tenedores que son inversionistas institucionales, entre los cuales se menciona: BlackRock Inc., Fidelity, Goldman Sachs Asset Management, Grantham Mayo Van Otterloo & Co, Greylock Capital, Pimco y T Rowe Price.⁵

II. ASPECTOS LEGALES Y CONTRACTUALES RELEVANTES DE LOS BONOS

El bono es un contrato que representa un crédito otorgado al emisor (en este caso Venezuela o instrumentalidades), el cual debe ser pagado en la fecha y bajo las demás condiciones previstas en el contrato. Los términos y condiciones de cada bono son mencionados en el respectivo prospecto⁶ y están estipulados en el acuerdo de agencia fiscal o el *trust indenture*,⁷ dependiendo de cómo se estructuró el bono (acuerdo de agencia fiscal o trust). Los términos y condiciones son numerosos. En este boletín sólo mencionaremos algunos que consideramos relevantes conocer.

Conforme a lo estipulado en los bonos, las demandas para su cobro sólo se pueden interponer ante las cortes de Nueva York, Londres o Caracas, a elección del demandante. En la práctica las demandas se interponen en Nueva York o Londres, debido a que los tenedores no confían en los tribunales de Caracas. Venezuela no puede oponer como defensa la inmunidad de jurisdicción (i.e. privilegio reconocido por el Derecho Internacional conforme al cual un Estado no puede ser juzgado por otro Estado), debido a que los términos y condiciones de los bonos contienen una renuncia expresa por parte de Venezuela a la inmunidad de jurisdicción.

⁴ Pons, Corina (05 de marzo de 2020). *London-based fund offers to buy Venezuela bonds at heavy discounts*. En: Reuters. <https://www.reuters.com/article/venezuela-bonds/london-based-fund-offers-to-buy-venezuela-bonds-at-heavy-discounts-idUSL1N2AY0ZQ>.

⁵ Smith, Colby (15 de julio de 2019). *Bondholders lobby US government to soften Venezuela sanctions*. En: Financial Times. <https://www.ft.com/content/7e626ba6-a630-11e9-984c-fac8325aaa04>; Bartenstein, Ben (30 de enero de 2020). *Venezuela bond loophole could affect creditor claims*. En: Bloomberg. https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-30/venezuela-s-default-loophole-means-creditors-could-lose-billions?utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_campaign=dsa&utm_term=&qclid=EA1aIQobChMllpOJ7_fN6gIVk-3iBx2SVq44EAAYASAAEqINw_D_BwE

⁶ El prospecto es el documento dirigido a los inversionistas que contienen información relevante sobre el emisor y el bono.

⁷ El *trust indenture* es el acuerdo entre emisor y *trustee* que regula la conducta del *trustee* y los derechos de los tenedores del bono.

Los bonos también contienen una cláusula de elección de Derecho aplicable. Específicamente se estipula que los bonos se rigen por el Derecho del Estado de Nueva York. Según este Derecho, los bonos gozan de la misma naturaleza jurídica que cualquier contrato comercial celebrado por particulares y las partes deben cumplir a cabalidad con lo pactado. De este modo, se hace muy difícil que puedan prosperar defensas que en ocasiones oponen los Estados en las cortes de Nueva York o Londres para no pagar los bonos, ya que dichas defensas no son reconocidas por el Derecho de Nueva York (e.g. la deuda odiosa).

Todos los bonos contienen una cláusula de aceleración, conforme a la cual si ocurre alguno de los eventos de default estipulados (e.g. falta de pago de intereses), un porcentaje determinado de acreedores puede acodar que se haga exigible la totalidad del bono antes de su vencimiento. Por ejemplo, la cláusula de aceleración permitiría, si así lo decidiera el porcentaje de tenedores requerido, que el bono Venezuela 2034 fuera exigible en su totalidad años antes de la fecha de vencimiento.

Otra cláusula importante se refiere a la prescripción, es decir, al tiempo máximo que tienen los tenedores para reclamar el pago de lo adeudado. En los bonos se estipula un lapso de prescripción de seis años. Sin embargo, a inicios del año 2020 ha surgido una discusión con relación al lapso de prescripción para reclamar el pago de los intereses. Según Ben Bartenstein de Bloomberg, en los bonos emitidos por Venezuela luego del 2005, se incluyó una cláusula conforme a la cual el lapso de prescripción aplicable a los intereses es de tres años contados a partir de la fecha de vencimiento para el pago de los respectivos intereses.⁸ Ahora bien, se discute si efectivamente existe o no la estipulación (se menciona en los prospectos, pero aparentemente no en los acuerdos de agencia fiscal) y, en caso de existir, si los tres años se cuentan a partir de la fecha de vencimiento de los intereses o la fecha en que el agente fiscal recibió los fondos de parte de Venezuela.⁹ Esta discusión es relevante ya que, si los tenedores no reclaman su pago, a partir de finales de este año 2020 podría comenzarse a aplicar la prescripción a intereses no pagados y vencidos en el 2017; y luego con los intereses vencidos en el 2018 y así sucesivamente.

III. EL CASO DEL BONO PDVSA 2020

El bono PDVSA 2020 merece unos comentarios particulares, debido a que es el único bono que cuenta con un colateral (el 50,1 % de las acciones de CITGO) y cuya validez jurídica es discutida. Este bono se origina en una oferta que realizó PDVSA en octubre de 2016 a los tenedores del bono PDVSA 2017, para canjear ese título por uno a vencerse en el 2020 (PDVSA 2020).

⁸ Bartenstein, Ben (30 de enero de 2020). *Venezuela bond loophole...* op. cit.

⁹ Weidemaier, Mark y Mitu Gulati. *Venezuela's Weird (and Possibly Mythical?) Prescription Clause*. https://www.creditslips.org/creditslips/2020/02/prescription_clause_venezuelaezue.html#more

Esta operación no contó con la autorización de la Asamblea Nacional y actualmente la ejecución del colateral cuenta con un obstáculo: el régimen de sanciones de los Estados Unidos de América (“EUA”).

El 21 de mayo de 2018 el Gobierno de los EUA dictó la Orden Ejecutiva No. 13835, obstáculo para que los tenedores del PDVSA 2020 pudiesen ejecutar el colateral sobre las acciones de CITGO en caso de falta de pago. El 19 de julio de 2018 la OFAC emitió la Licencia General No. 5, que permitía a los tenedores del PDVSA 2020 tomar el control de acciones de CITGO en caso de default. El 24 de octubre de 2019 la OFAC emitió la Licencia General No. 5A, mediante la cual se dejó sin efectos la Licencia No. 5. La consecuencia inmediata de la Licencia 5A, es que los tenedores del PDVSA 2020 no podían ejecutar la garantía sobre dichas acciones en caso de que ocurra default hasta el 21 de enero de 2020. La OFAC extendió dicha protección sobre las acciones de CITGO hasta el 22 de abril de 2020 (licencia 5B) y luego hasta el 22 de julio de 2020 (licencia 5C).

En el plano de Venezuela, en mayo de 2019 la Asamblea Nacional aprobó el pago de 71 Millones de dólares por intereses. Posteriormente, el 15 de octubre de 2019 la Asamblea Nacional aprobó un acuerdo declarando la inconstitucionalidad del bono por haberse emitido sin la autorización de dicho ente.

El 28 de octubre de 2019 PDVSA debía pagar la cantidad de USD 914 millones por amortización de parte del capital y pago de intereses, lo cual no hizo. El 29 de octubre de 2019 la junta administradora ad-hoc de PDVSA demandó ante tribunales de EUA la nulidad de los contratos suscritos en 2016 por PDVSA para la emisión del PDVSA 2020, argumentando entre otras razones, que la operación no fue autorizada por la Asamblea Nacional. Por su lado, los tenedores de este bono argumentan, entre otras defensas, que no era razonable exigirles el conocimiento del Derecho venezolano y que, en todo caso, aplica la teoría del estoppel, conforme a la cual PDVSA no puede realizar un acto (i.e. demandar la nulidad) que supondría una posición contradictoria con una asumida con anterioridad (i.e. pagar los intereses en mayo de 2019). Actualmente, el juicio se está sustanciando y no ha sido decidido aún.

IV. ALGUNOS ASPECTOS A TOMAR EN CUENTA PARA UNA REESTRUCTURACIÓN

Venezuela y sus acreedores necesitan acordar una reestructuración de la deuda pública externa. Ni Venezuela tiene la capacidad para pagar los compromisos asumidos ni los acreedores pueden lograr obtener el pago de lo que se les adeuda. Los dos gobiernos que se disputan la representación de Venezuela (i.e. el régimen de Maduro y el gobierno interino de Guaidó) convergen en la necesidad de llegar a un acuerdo con los acreedores para reestructurar la deuda. La reestructuración consiste en la modificación de los términos y condiciones de los bonos, especialmente los referidos al pago de la deuda (capital e intereses).

Tradicionalmente, ello implicaría reducir el monto adeudado (*i.e. haircut*) y/o extender los plazos para pagar. Su materialización usualmente se hace a través de la emisión de nuevos bonos que sustituyen a los anteriores. En el caso de Venezuela, se están proponiendo otras opciones como por ejemplo la sustitución de deuda por acciones en compañías del sector petrolero (*i.e. debt-for-equity swaps*).

La reestructuración es un proceso bastante complejo desde el punto de vista financiero y legal. A continuación, sólo mencionaremos algunos aspectos jurídicos que deben tomarse en cuenta.

Una herramienta muy útil para cualquier proceso de reestructuración de deuda soberana es la cláusula de acción colectiva (*collective action clause*) que está incluida en los términos y condiciones de varios bonos. Conforme a esta cláusula, la modificación del bono debe ser aprobada por una mayoría calificada de tenedores. Si ello ocurre, esta modificación es vinculante para el cien por ciento de los tenedores de esa emisión, aún para los que no consintieron a la modificación. Este tipo de cláusula elimina el riesgo de los acreedores *holdouts*, que son aquellos tenedores que no aprobaron la propuesta de reestructuración y que usualmente proceden a interponer demandas judiciales para obtener el cobro de la totalidad de lo adeudado.

En el caso de Venezuela, no todos los bonos cuentan con cláusulas de acción colectiva. Sólo los bonos emitidos por la República luego del 2003 cuentan con estas cláusulas. Por tanto, en un eventual proceso de reestructuración, se puede presentar el riesgo de acreedores *holdouts* en los siguientes bonos: los emitidos por la República antes del 2003, los PDVSA y Elecar.

Adicionalmente, los bonos de Venezuela tampoco cuentan con cláusulas de agregación (*aggregation clauses*), conforme a las cuales, si la reestructuración es aprobada por una mayoría calificada de tenedores en todo el conjunto de series de bonos, será vinculante para los tenedores de todas las series de bonos. Este tipo de cláusulas es una herramienta mejor aún que las cláusulas de acción colectiva, ya que estas últimas se limitan a hacer vinculante la reestructuración sólo para los tenedores de la serie específica en que se logró la mayoría calificada. En el caso de Venezuela, ninguno de los bonos tiene cláusulas de agregación.

La falta de cláusulas de acción colectiva en varios de los bonos, así como la inexistencia de cláusulas de agregación, le generan dificultades a un eventual proceso de reestructuración de la deuda pública externa de Venezuela, debido a que será muy difícil evitar la existencia de acreedores *holdouts*, quienes pueden ser un importante obstáculo para el éxito de las negociaciones y/o su materialización.

Aparte de estas dificultades y de otras que pueden darse en cualquier caso de reestructuración de deuda soberana, Venezuela presenta dos adicionales causadas por la crisis política que sufre el país, a saber: el régimen de sanciones de los EUA y el problema del reconocimiento del gobierno de Venezuela.

La orden ejecutiva No. 13808 de fecha 24 de agosto de 2017 de los EUA estableció importantes restricciones a cualquier operación con los bonos de Venezuela. Adicionalmente, el Gobierno de Venezuela fue incluido en la lista de nacionales especialmente designados de la OFAC, lo cual prohíbe realizar cualquier transacción con el Gobierno de Venezuela (aunque la licencia general 31 permite realizar transacciones con los funcionarios designados por la Asamblea Nacional y/o el gobierno interino de Guaidó). De este modo, no podrían hacerse canjes de bonos ni ninguna transacción con funcionarios del régimen de Maduro, salvo que la OFAC emitiese una licencia especial para ello.

El reconocimiento del gobierno que representa Venezuela también tiene efectos determinantes sobre una eventual reestructuración. Más de cincuenta países reconocen al gobierno interino de Guaidó y no al régimen de Maduro. Entre estos países se encuentran los EUA y el Reino Unido, cuyos tribunales son los que tienen jurisdicción para conocer de las demandas por cobro de los bonos, los cuales además se rigen por el Derecho de Nueva York. Ahora bien, la realidad es que el régimen de Maduro tiene el control efectivo del territorio en la actualidad, por lo que sería el que efectivamente podría llevar a cabo los cambios necesarios a nivel de políticas públicas para lograr reestablecer la sostenibilidad de la deuda soberana. Como ejemplo de este problema, recientemente el Fondo Monetario Internacional (FMI) se negó a otorgar una ayuda solicitada por el régimen de Maduro para Venezuela con motivo del Covid-19. La razón que dio el FMI fue que no existe claridad sobre cuál es el gobierno que representa Venezuela.

CONCLUSIONES

1. Actualmente, Venezuela tiene una deuda externa derivada de bonos emitidos por una cantidad aproximada de USD 70.928.064.232,50 (USD 70 millardos). Esta cifra representa casi la mitad de la deuda pública externa de Venezuela y se irá incrementando semestre a semestre con la acumulación de nuevos intereses no pagados.
2. La deuda externa derivada de instrumentos financiero comprende 25 emisiones de bonos realizadas entre los años 1997 al 2016, los cuales se encuentran en default (i.e. incumplimiento de obligación o mora). En consecuencia, todos los tenedores de bonos podrían formular acciones judiciales. Sin embargo, hasta la presente fecha sólo tenemos conocimiento de la existencia de tres juicios ante los tribunales de Nueva York y un juicio ante los tribunales de Londres iniciados por tenedores de bonos.
3. El bono PDVSA 2020 es el único bono que cuenta con un colateral (el 50,1 % de las acciones de CITGO) y cuya validez jurídica es discutida, ya que la estructuración no contó con la autorización de la Asamblea Nacional y actualmente la ejecución del colateral cuenta con un obstáculo: el régimen de sanciones de los EUA.
4. Venezuela y sus acreedores necesitan acordar una reestructuración de la deuda pública externa. Ni Venezuela tiene la capacidad para pagar los compromisos asumidos ni los acreedores pueden lograr obtener el pago de lo que se les adeuda. Los dos gobiernos que se disputan la representación de Venezuela convergen en la necesidad de llegar a un acuerdo con los acreedores para reestructurar la deuda.

ELABORDO POR:

RAMÓN ESCOVAR ALVARADO

Abogado experto en arbitrajes, profesor en la Universidad Católica Andrés Bello y en la Universidad Central de Venezuela, doctorando en ciencias políticas en la Universidad Simón Bolívar.

ANDRÉS CARRASQUERO

Abogado experto en derecho internacional y laboral, profesor en la Universidad Católica Andrés Bello y en la Universidad Central de Venezuela, doctorando en derecho en la UCAB.

MARIANA CAMPOS VILLALBA

Abogada experta en derecho constitucional, profesora en la Universidad Católica Andrés Bello, doctorando en derecho en la UCAB.

