

How to Restructure Venezuelan Debt

(with Spanish translation)

Lee C. Buchheit & G. Mitu Gulati*

Abstract

There is a growing consensus that Venezuela will not be able to persist for much longer with its policy of full external debt service. The social costs are just too great. This implies a debt restructuring of some kind. Venezuela, principally through its state-owned oil company, Petróleos de Venezuela, S.A. ("PDVSA"), has extensive commercial contacts with the United States. Not since Mexico in the 1980s has an emerging market country with this level of commercial contacts attempted to restructure its New York law-governed sovereign debt. Holdout creditors in a restructuring of Venezuelan sovereign debt will therefore present a serious, potentially a debilitating, legal risk. The prime directive for the architects of a restructuring of Venezuelan debt will be to neutralize this risk.

* Cleary Gottlieb Steen & Hamilton (New York) and Duke University Law School, respectively. The views expressed here are those of the authors, not the institutions with which they are affiliated.

How to Restructure Venezuelan Debt

Lee C. Buchheit & G. Mitu Gulati

Most observers agree that Venezuela cannot long continue a policy of full and timely external debt service at the expense of vastly curtailed imports.¹ The social cost of that policy is becoming unbearable.² As an interim measure, Venezuela could attempt some form of mild debt restructuring, perhaps presented to the market as a “voluntary liability management” operation.³ The alternative would be a full scale debt restructuring in which widespread creditor participation will be both expected and -- to use a euphemism -- encouraged.⁴

Assumptions

This paper will consider how that second alternative might be implemented for bonds issued in the international markets by Petr6leos de Venezuela, S.A. (“PDVSA”, the national oil company of Venezuela) and the Republic of Venezuela. For this purpose, we have made the following assumptions:

- (i) External creditors cannot realistically be asked to defer or reduce their claims against the country without a credible economic adjustment program to address the root causes of Venezuela’s problems.⁵ Some bondholders may accept a restructuring, on almost any terms, if they believe this is the only way to avoid an outright default on the instruments they are holding. But many, too many in our opinion, will not do so in the absence of some

¹ E.g., Clifford Krauss, *Venezuela Staves Off Default, but Low Oil Prices Pose a Threat*, N.Y. TIMES, Apr. 12, 2017; Nathan Crooks, *Venezuela Credit Dashboard: Default Risk Spikes as Payment Looms*, BLOOMBERG, Apr. 3, 2017; Dimitra DeFotis, *Venezuela & Oil Debt: “Default Probable,” Fitch Says*, BARRONS, Feb. 2, 2017.

² See Ricardo Hausmann, *The Hunger Bonds*, PROJECT SYNDICATE, May 26, 2017, available at <https://www.project-syndicate.org/commentary/maduro-venezuela-hunger-bonds-by-ricardo-hausmann-2017-05>.

³ The state-owned oil company, PSVSA, attempted such an operation in 2016 targeted at its bonds maturing in 2017. The operation attracted lackluster market support. See Paul Kilby, *Investors Find Little Joy in PDVSA Swap*, REUTERS, Oct. 28, 2016; Jonathan Wheatley & Eric Platt, *What Now For Venezuela’s PDVSA After Bond Swap?* FIN. TIMES, Oct. 25, 2016.

⁴ For some of the different views on Venezuela’s need to restructure, see Dany Bahar & Sebastian Strauss, *The Future of Venezuela: Are Reforms Enough to Guarantee Solvency*, BROOKINGS, Nov. 2, 2016, available at <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2016/11/02/the-future-of-venezuela-are-reforms-enough-to-guarantee-solvency/>.

⁵ E.g., Daniel Lansberg-Rodriguez, *Venezuela’s Broken System Cannot Fix Itself*, FIN TIMES, Apr. 23, 2017; John Paul Rathbone, *Nicol6s Maduro, Venezuela’s Lord of Misrule*, FIN. TIMES, May 20, 2016; Steve Hanke, *Venezuela’s PDVSA: The World’s Worst Oil Company*, FORBES, Mar. 6, 2017.

assurance that the structural defects in the economy are being addressed.

- (ii) In the context of a rigorous economic reform program, however, Venezuela will have little choice *but* to seek a full-scale restructuring of its debt. By the time the debt restructurers arrive on the scene, international reserves will be exhausted; bridges to the international financial institutions burnt; suppliers unpaid; oil production declining; citizens hungry and angry.
- (iii) An adjustment program will therefore need significant amounts of external assistance very quickly. The immediate needs are likely to be humanitarian -- food and medicine being at the top of the list. This will almost certainly entail a visit to the International Monetary Fund, an institution that the Venezuelan authorities have long shunned and which enjoys little affection in the country. The objective will be to unlock financial assistance from the Fund, the World Bank, the IDB and perhaps bilateral partners, as soon as possible.
- (iv) The IMF and other official sector supporters will not wish to see their financial assistance to Venezuela immediately bleed out in debt service. That means a debt restructuring.
- (v) Venezuela's commercial contacts with the United States are far more extensive than any emerging market country that has restructured its external debt in the last 25 years; vastly more extensive than those, for example, of Argentina. PDVSA sells large amounts of oil to U.S. buyers, resulting in a steady stream of payments from U.S. sources back to Venezuela.⁶ Those payment streams will act as a beckoning finger to the plaintiffs' bar in a default scenario. Accordingly, more than in any other sovereign debt workout in recent history, the architects of Venezuela's debt restructuring must find a way to neutralize the threat posed by holdout creditors.

⁶ Approximately 75% of Venezuela's oil revenue is reported to come from sales of oil and oil products to the United States. Jim Wyss et al., *Threat of U.S. Sanctions on Venezuela Sparks Fears of Economic 'Collapse'*, MIAMI HERALD, Jul. 18, 2017.

- (vi) Assuming a credible commitment to economic reform, there is every reason to believe that Venezuela will enjoy support from both the official sector and the country's private creditors. Although bondholders have been the beneficiaries of the current administration's policy of full debt service, few think it can or will continue much longer. We believe that most bondholders will support a restructuring of the country's debt carried out in the context of overall economic reforms. That said, some creditors will inevitably approach the exercise with malice aforethought. After witnessing how the Argentine saga ended in 2016, some institutions may find the temptation to hold out irresistible.⁷

What Form Will the Restructuring Take?

Precise numbers on the total external claims against Venezuelan public sector obligors are hard to come by. In aggregate, the claims almost certainly exceed \$100 billion. Approximately \$60 billion of this is bond indebtedness of the Republic of Venezuela and PDVSA (roughly \$35 billion owed by the Republic and \$25 billion by PDVSA).⁸ In addition, there are obligations to unpaid suppliers, involuntary owners (like the airlines) of trapped Bolivar deposits, and holders of arbitration awards against the Republic.⁹ Finally, significant amounts are owed by PDVSA to China and Russia under what have been dubbed oil-for-loans deals.¹⁰ For purposes of the discussion that follows, we will put aside the bilateral debts to China and Russia; restructuring those liabilities is likely to be as much a matter of diplomacy as it is of financial engineering.

There are three key questions in designing a restructuring with commercial counterparties:

- (i) Will the restructuring cover both debts of the Republic of Venezuela and PDVSA, or only one of them?

⁷ See Alexandra Stevenson, *How Argentina Settled a Billion-Dollar Dispute with Hedge Funds*, N.Y. TIMES, Apr. 25, 2016; Patrick Gillespie, *This Fund Made an 800% Return on Argentina Debt*, CNN MONEY, Mar. 3, 2016.

⁸ Krauss, *supra* note 1 (estimating total bond indebtedness of the Republic and PDVSA at around \$60 billion in mid-2017).

⁹ See, e.g., *U.S. Court Upholds Award to Miner Crystallex in Venezuela Dispute*, REUTERS, May 27, 2017 (reporting on a March 2017 award of over \$1 billion in favor of Crystallex).

¹⁰ See *Venezuela Falls Behind on Oil-for-Loan Deals with China, Russia*, REUTERS, Feb. 10, 2017 (estimating the oil-for-loan obligations to Russia and China as amounting to at least \$55 billion in early 2017).

- (ii) Will the transaction call for principal haircuts, or only a milder “reprofiling” of maturities?
- (iii) Will the holders of non-debt claims (such as ICSID arbitration award holders) be invited to participate?

The markets have long debated whether the Venezuelan authorities would or could attempt to restructure Republic bonds while leaving PDVSA securities untouched. (No cross-default clauses link the bonds of each obligor with the other.) The argument supporting this view has focused on two factors.¹¹ First, Venezuelan oil is sold by PDVSA and its subsidiaries. The legal enforcement risks associated with a bond default would therefore fall more immediately, and more heavily, on PDVSA. Second, most series of Republic bonds contain collective action clauses that permit a super-majority of holders (75% or 85%) to agree to a restructuring with that decision binding all holders of the series. The absence of collective action clauses in PDVSA bonds have led some investors to conclude that a restructuring of PDVSA bonds would inevitably be a messier affair, potentially threatening the lifeblood of an economy that derives 95% of its trade revenue from the sale of oil. This, the argument goes, is something the Venezuelan authorities would consider only as a last resort.

Our view is to the contrary. For the reasons discussed below, we believe that restructuring PDVSA bonds may actually be easier, and less prone to holdout behavior, than a similar exercise for Republic bonds. It would require, however, an adaptation of debt restructuring techniques in a manner that has not yet been attempted in a sovereign context.

As for the other threshold issues, our prediction is that principal haircuts may -- stress *may* -- be avoided initially but a stretch out of maturities and a sharp coupon adjustment will be inescapable. This decision may in the end turn on the position taken by the IMF in its debt sustainability analysis. Finally, Venezuela would be well-advised to use this opportunity to clean the Augean Stables of the non-debt claims -- the arbitration awards, claims related to blocked Bolivar deposits

¹¹ See, e.g., Dimitra DeFotis, *2 Venezuela Bond Strategies as Debt Default Looms*, BARRON'S, Mar. 22, 2017 (noting the long-held view that PDVSA is "a stronger credit as the source of the petrodollar cashflow and the owner of physical assets offshore."); *Venezuela: Of Human Bondage*, FIN. TIMES, Jul. 17, 2017 ("Venezuela services its debt partly to avoid the seizure of its US-based oil refineries, eliminating its only source of revenue."); Francisco Rodriguez, *Venezuela Has Good Reasons to Avoid Default: The Government Faces Big Risks and Costs if it Stiffs Bondholders*, BLOOMBERG VIEW, Aug. 11, 2016 (arguing that the lack of collective action clauses and the availability of assets for seizure, make a PDVSA restructuring especially risky for Venezuela to attempt); Davide Scigliuzzo, *Argentine-style Legal Drama Looms if Venezuela Defaults on Debt*, REUTERS, Jan. 21, 2016 (similar). An analysis from a few months ago comparing the spread between similar-maturity bonds of the Republic and PDVSA suggests that the market is not yet pricing in a differential between the two in terms of legal risk. See Paolo Colla et al., *The Puzzle of PDVSA Bond Prices*, 12 CAP. MKTS L. J. 66-77 (2017).

and so forth -- that have been allowed to accumulate and to fester over the last 20 years.

Restructuring PDVSA Bonds

The prime directive

The current administration's policy of full debt service appears to be driven by a fear that a default, particularly a default by PDVSA, might entitle creditors to seize Venezuelan oil shipments or intercept payments from buyers of that oil. The prime directive in a restructuring of PDVSA's external (New York law-governed) bonds will therefore be to ensure that any holdout creditors will not be in a position to interfere with PDVSA's ability to sell oil and receive the cash proceeds from those sales. Both PDVSA and the majority of PDVSA creditors who participate in a debt restructuring will want this result.

Various ideas have been floated for how this goal may be accomplished. Some people have suggested putting PDVSA into a bankruptcy proceeding in Venezuela and seeking recognition of that proceeding under Chapter 15 of the U.S. Bankruptcy Code. Others advocate placing PDVSA directly into bankruptcy in the United States under Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Code. Could one strip away from PDVSA the concession to lift and sell Venezuelan oil, and award that concession to a new company in an effort to render PDVSA judgment-proof? Might it be possible to redirect sales of oil through an intermediate trading vehicle (not owned by PDVSA or its subsidiaries) located in a hospitable jurisdiction and then argue that oil resold into the United States belongs to the trading vehicle, not PDVSA? Could PDVSA begin selling oil in Venezuela strictly on a "cash on the barrelhead" basis in order to avoid generating (attachable) receivables in the United States? Each of these ideas for structural changes to insulate PDVSA oil sales from creditor remedies entails significant risks and uncertainties.¹² Fortunately (for PDVSA), two unusual features of PDVSA's legal documents may make a resort to these measures unnecessary.

Legal structure of PDVSA bonds

PDVSA has borrowed in the international bond markets using U.S.-style trust indentures. PDVSA's bonds do *not* contain collective action clauses (CACs) that would allow a supermajority of holders of a bond to agree to a

¹² For discussions of the bankruptcy options, see, e.g., Pedro Jimenez & Amanda Parra Cristie, *Restructuring on the Rise for Venezuelan Companies*, GLOBAL RESTRUCTURING REV. Apr 11, 2016; Mark A. Walker & Jill Dauchy, *Restructuring Venezuelan Debt*, COL. BLUE SKY BLOG, Nov. 14, 2016, available at <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2016/11/14/restructuring-venezuelan-debt/>; Mark Weidemaier & Mitu Gulati, *Bankruptcy and Non-Bankruptcy Options for Venezuela*, CREDIT SLIPS BLOG, Mar. 12, 2017, available at <http://www.creditslips.org/creditslips/2017/03/bankruptcy-and-non-bankruptcy-options-for-pdvsa.html>

restructuring and thereby bind all holders. That is the bad news. The good news is that the provisions of each series of PDVSA's bonds issued in the international markets under these indentures may be amended with the consent of only a bare majority of holders *except* for amendments that would:

- (i) reduce the percentage of holders that must consent to amendments,
- (ii) reduce the rate of interest or extend the time for payment of interest,
- (iii) reduce the principal amount payable on the bonds or change the maturity date of the bonds,
- (iv) change the currency of the bonds,
- (v) "impair the right of each Holder to receive payment of principal of, premium (if any), interest and Additional Amounts, if any, on such Note on or after the due date thereof or to institute suit to enforce such payment,"¹³
- (vi) subordinate the bonds in right of payment to any other indebtedness, or
- (vii) change the amendment provisions.

Amendments of the kind enumerated in (i) to (vii) above cannot be made "without the consent of each of the Holders adversely affected" thereby. We shall therefore refer to these as "*Unanimous Consent Amendments*." In addition, we shall refer to item (v) above -- which will play a significant role in this story -- as the "*No Impairment Provision*".

The amendment provisions in PDVSA's bonds (calling for unanimous creditor consent for specifically enumerated amendments but only majority approval for all other modifications) are typical for corporate bonds issued in the United States and for sovereign bonds issued under the law of New York prior to the introduction of collective action clauses in sovereign bonds in 2003.¹⁴ These provisions can play a crucial role in a debt restructuring. Assuming that at least a majority of holders can

¹³ Indenture dated as of October 28, 2014 among Petróleos de Venezuela, S.A. as Issuer, PDVSA Petróleo, S.A. as Guarantor, Law Debenture Trust Company of New York, as Trustee and Citibank, N.A. as Registrar, Trustee Agent and Principal Paying Agent, relating to U.S. \$3 billion 6% Notes due 2022 (hereinafter "*Indenture*"), Section 9.02(b). The other PDVSA indentures we have examined have identical language.

¹⁴ See generally, Lee C. Buchheit & G. Mitu Gulati, *Sovereign Bonds and the Collective Will*, 51 EMORY L. J. 1317, 1326-30 (2002).

be persuaded to accept the restructuring, these amendment provisions can be used to effect changes to the existing debt instruments that render the bonds less attractive to prospective holdout creditors. The goals are (i) to discourage holdouts and (ii) to impair the ability of any holdouts to cause legal trouble after the restructuring closes.

The technique works like this -- all holders of a bond (the “*Old Bond*”) are invited to exchange that instrument for a new bond reflecting the terms of the restructuring (the “*New Bond*”). When tendering their Old Bonds for exchange, however, the holders are asked to consent to modifications to the Old Bond -- the one they are about to leave -- that would make the Old Bond less attractive to prospective holdout creditors. (Because these consents are being solicited in respect of a bond that holders are about to leave, the technique is referred to as an “*exit consent*”.) Exit consent modifications may not trespass on the matters listed in the Unanimous Consent Amendments, but theoretically any other provision of the bond is fair game for a simple majority amendment. So, for example, an exit consent might be used to eliminate the requirement that old bonds remain listed on a stock exchange, delete the *pari passu* clause, remove the acceleration remedy or repeal one or more events of default.¹⁵ Exit consents in sovereign bond restructurings were first used in Ecuador’s bond exchange in 2000.¹⁶ The technique was streamlined in Uruguay’s debt restructuring 2003¹⁷ but, for reasons now lost to the historian, Argentina abjured the use of exit consents in its debt restructurings of 2005 and 2010.

Change the obligor

The most effective step that PDVSA could take to address the risk of holdout creditor behavior in a debt restructuring would be to seek the consent of holders of the company’s international bonds to change the obligor on those bonds to a new company -- let’s call it “*Newco*”. A change to the obligor on the bonds is *not* one of the specifically enumerated Unanimous Consent Amendments; it should therefore be a modification that can be effected with the consent of a simple majority of the holders of each series of bonds.

A possible objection to this conclusion would focus on the No Impairment Provision quoted above (see text accompanying footnote 13). This argument would contend that changing the obligor on PDVSA bonds to a non-

¹⁵ We describe the exit consent technique and its legal ramifications in Lee C. Buchheit & G. Mitu Gulati, *Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges*, 48 UCLA L. REV. 59 (2000); see also Keegan Drake, *The Fall and Rise of the Exit Consent*, 63 DUKE L. J. 1589 (2014); William W. Bratton & Adam C. Levitin, *The New Bond Workouts*, U. PA. L. REV. (forthcoming, 2017); Benjamin Liu, *Exit Consents in Debt Restructurings*, Working Paper (2017), available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2916453

¹⁶ See Lee C. Buchheit, *How Ecuador Escaped the Brady Bond Trap*, 19 INT’L FIN. L. REV. 17 (Dec. 2000).

¹⁷ See Lee C. Buchheit & Jeremiah S. Pam, *Uruguay’s Innovations*, 19 J. INT’L BANKING L. & REG. 28 (2004).

creditworthy entity would, as a practical matter, impair both the right of holders to receive payments under the bonds and to institute suit to enforce such payments. Were a change of obligor to be construed in this way, it would bring the modification back into the list of Unanimous Consent Amendments requiring the approval of each holder.

There are two responses to this objection. First, PDVSA indentures contain an unusual provision that explicitly permits PDVSA to delegate its obligations under the indentures with the consent of only a bare majority of bondholders. That provision reads as follows:

Section 10.02. *Successors and Assigns.* This Indenture shall be binding upon and inure to the benefit of each party hereto and their respective successors (whether by merger, consolidation or otherwise) and assigns. Each of the Issuer and the Guarantor agrees that it shall not assign or otherwise transfer all or any portion of its rights hereunder or assign or *delegate any of its obligations hereunder without the prior written consent of the Required Holders.*¹⁸

To be sure, this provision does not specifically authorize the delegation of obligations under both the indenture *and* the notes issued pursuant to the indenture. That said, the text of the notes themselves recite that:

The terms of the Notes include those stated in the Indenture. The Notes are subject to all such terms, . . . Each Holder, by accepting a Note, agrees to be bound by all of the terms and provisions of the indenture¹⁹

Elsewhere, the notes provide that:

Holders may not enforce the Indenture or the Notes except as provided in the Indenture.²⁰

The indenture and the notes were thus intended to operate together. The Events of Default (entitling holders to accelerate the notes), for example, are set

¹⁸ Indenture, *supra* note 13, Section 10.02 (emphasis added). The same provision appears in the other PDVSA indentures we have examined. The term “Required Holders” is defined by the Indenture as:

[H]olders of more than 50% in aggregate principal amount of the Outstanding Notes.

Id., Article 1 (Definitions).

¹⁹ *Id.*, [Form of] Reverse of Note, Section 6.

²⁰ *Id.*, Section 13.

out in the indenture, not the notes. Delegating PDVSA's obligations under the indenture, but leaving PDVSA as the obligor under the notes, would be neither a workable arrangement nor a sensible reading of the documents.

Second, a recent judicial decision of the Second Circuit Court of Appeals in New York has confirmed the validity of exit consent modifications in a corporate debt restructuring even in a situation where the amendment in question affected the creditor's practical ability to recover the debt. In Marblegate Asset Management v. Education Management Corp.,²¹ the workout of a distressed corporation's bonds involved the use of exit consents whose effect was to "transform the . . . Issuer into an empty shell."²² The lone holdout from the restructuring objected and argued that the transaction violated Section 316(b) of the Trust Indenture Act. The No Impairment Provision of the PDVSA indenture tracks, almost word for word, the relevant text of Section 316(b). In a 2-1 decision by a panel of the Second Circuit Court of Appeals, the court held that this language in the TIA did not invalidate the elements of the Marblegate transaction that undermined the practical ability of the holdout creditor to recover on its claims. The Marblegate court was interpreting the meaning of Section 316(b) of the TIA; a question of statutory interpretation not relevant to the PDVSA indentures. In a dispute about the No Impairment Provision of the PDVSA indentures the court would be confronted with an issue of contract interpretation. Nonetheless, because the No Impairment Provision of the PDVSA indentures is lifted directly from the text of Section 316(b) of the TIA, the Second Circuit's interpretation of that language should be relevant in a dispute about the implications of PDVSA's No Amendment Provision.

Delegating PDVSA's obligations under its international bonds to a third party, Newco, would effectively neutralize the risk posed by holdout creditors in a PDVSA debt restructuring because those creditors would, post-restructuring, be able to pursue only Newco for a recovery. This is a more potent anti-holdout weapon than traditional exit consents that leave holdouts, after the restructuring, with claims against the original debtor, albeit claims modified in certain respects by the exit consents. This approach, of course, raises the question of the nature of Newco. Some will argue that Newco should be an entity that visibly lacks the resources to make any payments on the old PDVSA bonds. Only the prospect of pursuing claims against a hollow Newco, they might argue, will induce prospective holdouts to join the restructuring.

We would advise against such an approach. For one thing, it would be seen for what it is -- blatantly coercive and punitive -- and will inevitably end up in court. The Second Circuit's decision in Marblegate notwithstanding, there is

²¹ *Marblegate Asset Mgmt., LLC v. Educ. Mgmt. Corp.*, 846 F.3d 1 (2d Cir. 2017), *reh'g denied*, No. 15-2124 (2d Cir. Mar. 21, 2017).

²² 846 F.3d at 4.

enough language in the prior caselaw dealing with oppression of minority bondholders to warrant a degree of caution on the part of the architects of the PDVSA debt restructuring.²³ One approach that strikes us as reasonable would be for PDVSA (as a condition to its release as the obligor under its old bonds) to agree to fund Newco with a percentage of its net revenues from the sale of oil during periods when the average price of Venezuelan oil exceeds a specified threshold. This would have the effect of turning the old bonds -- now the Newco bonds -- into a pure play on the price of oil. To the extent that Venezuela's current financial distress has been caused by a precipitous drop in the price of oil, this arrangement would hold out the prospect of renewed payment of the old bonds if and when the price of oil recovered. Some current PDVSA bondholders might wish to take that bet rather than exchange their old bonds for new PDVSA securities on restructured terms. Other investors might be prepared to buy Newco bonds in the secondary market as a bet on the future price of oil. The important point, however, is that a delegation of PDVSA's obligations under its existing bonds to Newco would not utterly crush the chance that holdout creditors who elect to retain those bonds could realize a financial recovery, perhaps even a full recovery, if the price of oil returns to its former glory.

Limited individual enforcement rights

Standard U.S.-style trust indentures vest with the trustee the primary responsibility for enforcing the indenture and the bonds issued pursuant to the indenture. In most trust indentures, the principal exception to this rule relates to amounts of principal or interest that have fallen due on their respective due dates but not been paid. Any holder may bring an enforcement action in its own name to recover its share of such overdue amounts and may retain for itself the proceeds of such a recovery. This provision is mandatory in trust indentures that must be qualified under the Trust Indenture Act of 1939 (the "TIA"),²⁴ but it often appears in indentures (like PDVSA indentures) that are not technically subject to the TIA.

The TIA mandates that individual bondholders retain their right of individual enforcement (as opposed to enforcement by the trustee) only for amounts that have fallen due but not been paid "on their respective due dates." This has been interpreted to mean the originally scheduled due dates for principal and interest. The enforcement of accelerated amounts remains the responsibility of the trustee.²⁵ The provisions in most trust indentures repeat this phrase "on their respective due dates", or some variation thereof.

²³ For discussions of these cases in the US and UK contexts, see materials cited in note 15, *supra*. See also Mark J. Roe, *The Trust Indenture Act of 1939: In Congress and the Courts in 2016 – Bringing the SEC to the Table*, 129 HARV. L. REV. 360 (2017).

²⁴ 15 U.S.C. §§ 77aaa–77bbbb

²⁵ Lee C. Buchheit & Sofia D. Martos, *Trust Indentures and Sovereign Bonds: Who Can Sue?*, J. INT'L BANKING & FIN. L., Sep. 2016, at 457, 459-61.

PDVSA's indentures do not.

As it appears in PDVSA's indentures, this provision gives bondholders the right to maintain an individual enforcement action -- for principal or for interest -- only at the *final* maturity date of the bond. They cannot sue individually as amounts of principal or interest fall due over the life of the bond.²⁶ In practice this means that the responsibility for enforcing payments of principal or interest falling due prior to the final maturity dates rests exclusively with the trustee.²⁷ For its part, the trustee will only take an enforcement action if requested to do so by holders of 25% of the bonds of a given series and only if certain other conditions are met.²⁸ Holders of a majority of the bonds can direct the time, method and place of an enforcement action by the trustee.²⁹ Importantly, any recoveries by the trustee will be for the ratable benefit of all holders, not just those holders who joined in the request to enforce.

The practical significance of all of this is that PDVSA is far less exposed to the threat of individual legal actions by holdout creditors in a restructuring than it would have been had PDVSA borrowed under a fiscal agency (rather than a trust) structure or had the PDVSA indenture provision governing the right of individual enforcement action been drafted in a conventional way. (Argentina's grisly legal battle with hundreds of holdout creditors between 2002 and 2016 demonstrates the danger of sovereign borrowings under fiscal agency agreements that give individual enforcement rights to each bondholder.) This point should weigh heavily on the minds of prospective holdouts, particularly those holding bonds whose final maturity date lies far in the future. Those holders will not be able to sue in their own names for unpaid amounts of principal or interest until the final maturity of the bonds. They will not be able to sue separately for accelerated amounts. The trustee, if instructed to enforce the bonds, must do so for the ratable benefit of all holders. In short, these are not bonds that should appeal to the blade-runners -- the inveterately litigious members of the investor community.

²⁶ The text reads as follows:

Unconditional Right of Holders to Receive Principal, Premium and Interest. Notwithstanding any other provision in this Indenture, any Holder shall have the right which is absolute and unconditional, to receive payment of the principal of (and premium and Additional Amounts, if any) and interest, if any, on such Note *on the Maturity Date of such Note* . . . and to institute suit for the enforcement of any such payment, and such rights shall not be impaired without the consent of such Holder.

Indenture, *supra* note 13, Section 5.01(j) (emphasis added). PDVSA appears to have altered the wording of this provision in the 2016 indenture for its Senior Secured Notes due 2020.

²⁷ Indenture language less clear than that in the PDVSA indentures has been held to have precisely this effect. See *Penades v. Republic of Ecuador*, SDNY, 15-cv-725 (RJS), Opinion and Order dated September 30, 2016, *aff'd*, 2d. Cir. May 17, 2017.

²⁸ See Indenture, *supra* note 13, Section 5.01(i). See also, Buchheit & Martos, *supra* note 25 at 458.

²⁹ *Id.*, Section 5.01(n).

Restructuring Republic of Venezuela Bonds

The legal documentation for Republic of Venezuela bonds issued in the international capital markets is also a good news/bad news story for a debt restructurer. The bad news is that the Republic has borrowed under a fiscal agency structure. It therefore lacks the features of a trust indenture, such as those discussed in the prior section of this paper, that can help to deflate the expectations of litigious bondholders and encourage participation in the restructuring. The good news is that, unlike PDVSA bonds, most -- but not all -- series of Republic bonds issued in the international markets contain collective action clauses.

Legal structure of Republic bonds

The architects of the restructuring of Republic bonds must be similarly intolerant of holdout creditors. A judgment creditor of the Republic could not immediately threaten PDVSA assets and receivables, but such creditors would surely begin the process of attempting to “pierce the veil” of PDVSA’s separate corporate form and have PDVSA declared the alter ego of the Republic.³⁰ Collective action clauses have since 2002 been touted as the method by which sovereign debt restructurings could be concluded without leaving behind a group of troublesome holdout creditors. Although CACs have been used in a few recent restructurings of New York law-governed sovereign bonds (for example, Belize in both 2007 and 2013), Venezuela will be the first major sovereign debt restructuring under New York law in which CACs will play a significant role.

The form of CAC that appears in most of the Republic’s bonds is a first generation collective action clause. The clause operates only within the four corners of each instrument and (in most of the Republic bonds) requires an affirmative vote of holders of 75% of the outstanding principal of the bonds in order to approve a restructuring. It has long been recognized that such series-by-series CACs have a glaring weakness. In a small bond, or a bond trading in the secondary market at a significant discount, the cash investment required to acquire a blocking (25%) position can be relatively modest. This problem is aggravated if prospective holdout creditors coordinate their activities and combine, in a wolf pack maneuver, to target a specific bond.³¹

³⁰ For an example of how the PDVSA alter ego argument might be articulated in a litigation context, see Complaint, *Crystallex Int’l Corp. v. PDVSA et al.*, 2015 WL 7567751 (D. Del) Case 1:99-mc-09999; More generally, on veil piercing in the sovereign context, see W. Mark C. Weidemaier & Matthew Gauthier, *Venezuela as a Case Study in (Limited) Sovereign Liability*, 12 CAP. MKTS. L. J. 215 (2017).

³¹ This weakness in first generation CACs prompted the official sector in 2014 to promote the use of “aggregated CACs” in sovereign bonds. An aggregated CAC permits holders of multiple series of bonds to vote as a single class, thus making it more difficult for a single holder or wolf pack to acquire a blocking position. See Anna Gelpern *et al.*, *Count the Limbs: Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds*, in *TOO LITTLE TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES* (Martin Guzman *et al.* eds. 2016); Mark Sobel, *Strengthening Collective*

This weakness was demonstrated in the Greek restructuring of 2012. Greece had 36 series of English-law governed bonds, each with a first generation CAC. Greece called a bondholders' meeting for each series but in only 17 series was the required voting threshold to approve the restructuring met. Holdouts had acquired blocking positions in the other 19 series.³²

The Republic of Venezuela was a hesitant and cautious convert to the use of CACs in sovereign bonds. Even though fellow sovereigns, starting in 2003, had set the voting threshold for their CACs at 75%, Venezuela initially thought it would curry favor with investors by raising the threshold at 85%. The two Republic of Venezuela bonds issued in 2003 and 2004³³ included CACs at this higher 85% threshold before the Republic fell back in 2005 to the market standard 75%. In addition, Venezuela has two outstanding bonds that were issued prior to the shift to CACs in New York in 2003; these two series require unanimous approval of the creditors for a change to payment terms.³⁴ A recent analysis of the market prices of the different series of Republic bonds suggests that investors are distinguishing between the bonds requiring unanimous approval for a change to payment terms and those with a 75% vote threshold (attaching greater value to the former).³⁵

The Restructuring

Collective action clauses. Even in the absence of determined holdout creditors and hunting wolf packs, a 75% creditor approval rate (much less 85%) is a high bar. Bondholders will need to be persuaded that (i) the amount of debt relief being sought by the Republic is essential to the country's economic recovery, (ii) that other stakeholders are making proportional contributions and (iii) the government has committed to -- and will stick to -- an adjustment program that will correct the underlying problems in the economy. None of these will be easy in the case of Venezuela. Item (i) will trigger a debate about insolvency versus illiquidity; the country does, after all, sit on the largest oil reserves in the world. Item (ii) may force a delicate negotiation with non-debt claimants like holders of arbitration awards and with major bilateral creditors like China. Finally, it is fanciful to think that a home-grown economic adjustment program devised and promised by the current

Action Clauses: Catalyzing Change – the Back Story, 11 CAP. MKTS L. J. 3 (2016); Deborah Zandstra, *New Aggregated Collective Action Clauses and Evolution in the Restructuring of Sovereign Debt Securities*, 12 CAP. MKTS L. J. 280 (2017).

³² Jeromin Zettelmeyer *et al.*, *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, 28 ECON. POL'Y 513 (2013)

³³ These are the Republic bonds maturing on December 1, 2018 and January 13, 2034.

³⁴ These bonds were issued by the Republic in 1998 and 1997, maturing on August 15, 2018 and September 15, 2027, respectively.

³⁵ See Elena Carletti *et al.*, *Pricing Contract Terms in a Crisis: Venezuelan Bonds in 2016*, 11 CAP. MKTS. L. J. 540 (2016).

administration would ever satisfy item (iii). As politically unpopular as it may be, we believe that the next administration will need to seek IMF assistance.

It will be difficult at the outset of this restructuring to know what level of public debt Venezuela can reasonably be expected to carry. If the assessment were made right now, the answer would be deeply pessimistic. But “right now” is, one hopes, the nadir of the country’s economic fortunes. It does not make sense to run a debt sustainability analysis with the past two decades of economic mismanagement as the baseline. The question ought to be what level of debt can the country carry *assuming* a rigorous economic adjustment program and renewed support from the international community.

For these reasons the restructuring may not, in the first instance, call for significant principal haircuts. To be sure, Venezuela will not be able to devote much money to debt service while it crawls out of its current predicament. An extension of maturities coupled with a sharp reduction in coupons will therefore be needed in the first round. At the end of this extension period (say, five years), a judgment can be made about whether a more durable debt restructuring is needed and, if so, the terms of that restructuring. The Republic will wish to take the opportunity of this round of restructuring, however, to include aggregated CACs in the new bonds it will be issuing. That will greatly facilitate a future debt management operation should one prove necessary.

Exit consents. The collective action clauses in Republic bonds will significantly restrict the country’s ability to use exit consents as a coercive device for these CAC bonds. Those CACs elevate, to the same voting threshold required to approve amendments to payment terms, any vote on a modification relating to non-payment provisions such as the *pari passu* clause, events of default, the governing law clause, the waiver of immunity and so forth. In other words, if the Republic fails to reach the 75% (or 85%) voting threshold for the main restructuring, it will also have failed to reach the threshold for approval of modifications to the clauses that are the traditional targets of exit consents.

An exit consent strategy will be necessary, however, in connection with the two outstanding Republic bonds that do not contain CACs. Theoretically, the amendment clauses in these two bonds would permit a change of obligor, similar to that discussed above with respect to PDVSA bonds, with the approval of a simple majority of holders. The clauses would in any event permit the majority to take actions such as removing the *pari passu* clause, amending events of default, deleting or amending the negative pledge provision and so forth. To this list might be added

more thermonuclear exit consents such as changing the governing law of the bonds or the submission to the jurisdiction of New York courts.³⁶

Other techniques. The Republic dare not place all of its hopes for this debt restructuring in the efficacy of its collective action clauses. Holdout creditors may acquire blocking positions in one or more of the CAC bonds. Two series of bonds lack any CACs; another two series have 85% voting thresholds. An exit consent strategy will certainly be needed to defang holdout creditors in the non-CAC bonds.

The traditional practice in sovereign exchange offers is for the sovereign immediately to cancel the bonds it receives back in the exchange. In a debt restructuring, however, this may be unwise. Canceling the bonds received back in the exchange merely ensures that the only investors left in the bond are, by definition, holdouts; all of the well-intentioned bondholders will have joined the exchange and their bonds will have been canceled. This makes it easier for the residual (holdout) creditors to take steps such as accelerating the bond (something that normally requires the consent of holders of 25% of the bond), instruct the trustee to enforce the instrument (also normally a 25% vote in bonds issued under trust structures), assert *pari passu* claims against their erstwhile fellow bondholders who accepted new securities in the exchange offer, and so forth.

We have elsewhere suggested a technique that would keep legally alive the old bonds received back in an exchange. Those bonds could be lodged in a safe pair of trustee hands and any recoveries under those old bonds pledged to secure the sovereign's new bonds issued in the exchange.³⁷ We dubbed this a "Cryonic Solution". (Cryonics is the process of freezing and storing dead bodies under the assumption that they may be reanimated in the future.) Some form of Cryonic Solution may prove necessary if the Republic cannot activate the CACs in one or more series of its bonds.

Conclusion

Napoleon's invasion of Russia in 1812 was a large undertaking. Restructuring Venezuela's public sector debt will be a very large undertaking.

Venezuela will not be able to view the prospect of holdout creditors with the same equanimity that Argentina showed in 2005 at the time of that country's bond restructuring. The mischief that litigating holdout creditors can cause in

³⁶ See Buchheit & Gulati, *supra* note 15 at 79-82, for a discussion of possible candidates for clauses in sovereign bonds that could be amended through exit consents.

³⁷ See Lee C. Buchheit & G. Mitu Gulati, *Restructuring Sovereign Debt After NML v. Argentina*, 12 CAP. MKTS L. J. 224 (2017), available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2820444

Venezuela is considerably greater than Argentina ever faced. The trick will be in finding ways to discourage prospective holdouts from holding out and to defang the legal threat posed by those who persist in declining an offer to restructure.

Even if the holdout creditor threat can be defused, there are a number of other thorny issues to be addressed in a restructuring of Venezuela's public debt. What can be done with the non-debt claims such as the ICSID arbitration awards or blocked Bolivar deposits? What treatment will be given to bonds placed in the market at a very heavy original issue discount or warehoused with a state-owned entity and then purportedly resold in a secondary market transaction at a large discount? What weight, if any, should be given to the assertion that some transactions were undertaken in the absence of local legislative approval? Let us hope that the analogy to Napoleon's Russian adventure in 1812 will stop at the size of the undertaking and will not extend to its outcome.

* * * *

¿Cómo reestructurar la deuda venezolana?

Lee C. Buchheit & Mitu Gulati*

Resumen

Existe un creciente consenso que Venezuela no podrá continuar durante mucho más tiempo con su política de cumplimiento total del servicio de su deuda externa. Los costos sociales son simplemente demasiado elevados. Esto implica necesariamente algún tipo de reestructuración de su deuda. Venezuela, fundamentalmente, a través de su empresa estatal petrolera, Petróleos de Venezuela, S.A. ("PDVSA"), mantiene amplios contactos comerciales con Estados Unidos de Norteamérica. Desde el caso de México en los años 1980, no ha habido ningún otro país emergente con un nivel similar de relaciones comerciales como los de Venezuela que haya intentado reestructurar su deuda soberana regida por la legislación del estado de Nueva York. En una reestructuración de la deuda soberana venezolana, los acreedores intransigentes, denominados "Holdouts", constituirán un riesgo legal grave y potencialmente debilitante. El objetivo principal de los arquitectos de la reestructuración de la deuda venezolana será neutralizar este riesgo.

* Cleary Gottlieb Steen and Hamilton (Nueva York) y Duke University, respectivamente. Los autores se hacen responsables de los criterios expresados en este documento y eximen de toda responsabilidad a las instituciones con las cuales cada uno está afiliado.

¿Cómo Restructurar la Deuda Venezolana?

Lee C. Buchheit & Mitu Gulati

Existe un consenso entre la mayoría de analistas que Venezuela no puede continuar con su política de honrar completa y puntualmente el servicio de su deuda externa al costo de una reducción tan sustancial de sus importaciones¹. El costo social de esta política se está volviendo insostenible². Como medida transitoria, Venezuela podría intentar llevar a cabo algún tipo de restructuración “blanda” de su deuda y que se presente al mercado, quizás, como una operación de “manejo voluntario de obligaciones”³. La alternativa sería llevar a cabo una restructuración de deuda a gran escala en la cual no solo se esperaría una la amplísima participación de los acreedores, sino que, en términos eufemísticos, se fomentaría⁴.

Premisas

Este documento analizará cómo podría llevarse a cabo la segunda alternativa en el caso de los bonos emitidos en los mercados internacionales por Petróleos de Venezuela, S.A. (“PDVSA”, la empresa estatal petrolera de Venezuela) y por la República de Venezuela. Para ello se establecen las siguientes premisas:

- (i) No se puede esperar que los acreedores externos difieran o reduzcan sus reclamos contra el país realistamente si no existe un programa de ajustes económico creíble dirigido a resolver los problemas del país de raíz⁵. Algunos de

¹ V.gr: Clifford Krauss, Venezuela Staves Off Default, but Low Oil Prices Pose a Threat, N.Y. TIMES, Apr. 12, 2017; Nathan Crooks, Venezuela Credit Dashboard: Default Risk Spikes as Payment Looms, BLOOMBERG, Apr. 3, 2017; Dimitra DeFotis, Venezuela & Oil Debt: “Default Probable,” Fitch Says, BARRONS, Feb. 2, 2017.

² Véase Ricardo Hausmann, *The Hunger Bonds*, PROJECT SYNDICATE, Mayo 26, 2017, disponible en: <https://www.project-syndicate.org/commentary/maduro-venezuela-hunger-bonds-by-ricardo-hausmann-2017-05>

³ La empresa estatal Petróleos de Venezuela, PDVSA, había intentado ésta operación en el 2016 con sus bonos de vencimiento en el 2017. La receptividad del mercado (a ésta transacción) fue bastante gris. Véase Paul Kilby, *Investors Find Little Joy in PDVSA Swap*, REUTERS, Oct. 28, 2016; Jonathan Wheatley & Eric Platt, *What Now For Venezuela’s PDVSA After Bond Swap?* FIN. TIMES, Oct. 25, 2016.

⁴ Para conocer otro punto de vista sobre a la necesidad de restructurar, véase, Dany Bahar & Sebastian Strauss, *The Future of Venezuela: Are Reforms Enough to Guarantee Solvency*, BROOKINGS, Nov. 2, 2016, disponible en <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2016/11/02/the-future-of-venezuela-are-reforms-enough-to-guarantee-solvency/>

⁵ V.gr: Daniel Lansberg-Rodríguez, Venezuela’s Broken System Cannot Fix Itself, FIN TIMES, Apr. 23, 2017; John Paul Rathbone, Nicolás Maduro, Venezuela’s Lord of Misrule, FIN. TIMES, May 20, 2016; Steve Hanke, Venezuela’s PDVSA: The World’s Worst Oil Company, FORBES, Mar. 6, 2017.

los tenedores de bonos podrían aceptar una restructuración, sujeta a casi cualesquiera condiciones, siempre y cuando crean que la restructuración propuesta es la única forma de evitar un incumplimiento abierto con respecto a los instrumentos que poseen. Sin embargo, muchos de ellos, demasiados en nuestra opinión, no lo harán a menos que se les ofrezca alguna garantía de que se enfrentarán los problemas estructurales de la economía.

- (ii) Sin embargo, en el contexto de un programa riguroso de reforma económica, a Venezuela le quedarán pocas opciones *distintas* a intentar una restructuración total a gran escala de su deuda. En ese momento cuando los restructuradores de deuda entren en acción, ya se habrán agotado las reservas internacionales; se habrán quemado los puentes con las instituciones financieras internacionales; no se habrán cancelado las deudas con los suplidores; la producción petrolera habrá declinando más aun y los ciudadanos estarán más hambrientos y más enardecidos.
- (iii) Cualquier programa de ajustes requerirá cantidades ingentes de asistencia externa y de forma muy rápida. Probablemente las necesidades más inmediatas serán de índole humanitaria—alimentos y medicamentos encabezando la lista. Esta situación conllevará casi seguramente una visita al Fondo Monetario Internacional (FMI), institución de poca estima en el país y que ha sido evitada por las autoridades venezolanas. El objetivo de esto será desbloquear la asistencia financiera del FMI, Banco Mundial (BM), Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y quizás de algunos socios bilaterales en el plazo más perentorio posible.
- (iv) El FMI y otros prestamistas de sectores oficiales no desearán que la asistencia financiera que le puedan brindar a Venezuela se desangre inmediatamente en forma de servicio de la deuda externa y esto implica que se realice una restructuración de la deuda externa.
- (v) Las relaciones comerciales de Venezuela con los Estados Unidos de Norteamérica son mucho más extensas que las de cualquier otro país de mercado emergente que haya restructurado su deuda externa en los últimos 25 años;

mucho más complejas que aquellas, por ejemplo, que tenía Argentina. PDVSA vende grandes cantidades de petróleo a compradores de Estados Unidos de Norteamérica, lo que se traduce en un flujo constante de pagos hacia Venezuela⁶. Estos flujos actuarán como un “anzuelo” que atraerá al equipo de demandantes en el caso de un escenario de incumplimiento. Más que cualquier otra restructuración soberana en la historia reciente, los arquitectos de la restructuración de deuda venezolana, deberán encontrar la manera de neutralizar la amenaza que representan los acreedores Holdout (neologismo de la jerga financiera en inglés, que denomina así a aquellos acreedores que no aceptan participar consensualmente en una restructuración de deuda soberana).

- (vi) Asumiendo que se producirá un compromiso creíble para llevar a cabo una reforma económica estructural completa, existen motivos para creer que Venezuela obtendrá el apoyo tanto del sector oficial como de sus acreedores comerciales privados. Aun cuando los tenedores de bonos hayan sido los beneficiarios de la política del actual gobierno de pago total del servicio de la deuda, pocos piensan que esta política puede o debe continuar mucho tiempo más. Nosotros somos de la opinión que la mayoría de los tenedores de bonos apoyarán una restructuración de deuda que se lleve a cabo en el contexto de una reforma económica estructural completa. Sin embargo, habiendo dicho esto, inevitablemente algunos acreedores se acercarán al ejercicio de restructuración con premeditación y alevosía. Después de haber sido testigos de cómo terminó la saga de Argentina en el 2016, algunas instituciones podrían sucumbir a la tentación del Holdout⁷.

⁶ Aproximadamente el 75% de los ingresos petroleros provienen de la venta de petróleo y derivados petroleros a los Estados Unidos de Norteamérica. Jim Wyss et al., *Threat of U.S. Sanctions on Venezuela Sparks Fears of Economic ‘Collapse’*, MIAMI HERALD, Jul. 18, 2017.

⁷ Aproximadamente el 75% de los ingresos petroleros provienen de la venta de petróleo y derivados petroleros a los Estados Unidos de Norteamérica. Jim Wyss et al., *Threat of U.S. Sanctions on Venezuela Sparks Fears of Economic ‘Collapse’*, MIAMI HERALD, Jul. 18, 2017.

¿Qué Forma Tomará la Reestructuración?

Es muy difícil calcular con precisión el monto total de las obligaciones externas del sector público venezolano. Casi con certeza, en su totalidad, las obligaciones exceden los \$100 mil millones. Aproximadamente \$60 mil millones de este total corresponde a los bonos de la República de Venezuela y de PDVSA (aproximadamente \$35 mil millones adeudados por la República y \$25 mil millones adeudados por PDVSA)⁸. Además, existen las obligaciones pendientes con proveedores, con propietarios involuntarios de depósitos en Bolívars (como las aerolíneas) y con los adjudicatarios de laudos arbitrales en contra de la República⁹. Finalmente, PDVSA debe montos considerables a China y Rusia de conformidad con los llamados “préstamos-pagaderos-con-petróleo” (en los cuales no hay desembolso monetario para el pago)¹⁰. Para los fines de este análisis, pondremos de lado estas deudas bilaterales de PDVSA con China y Rusia, ya que la reestructuración de éstas probablemente será un ejercicio tanto de diplomacia como de ingeniería financiera.

Existen tres preguntas claves que hay que formular para el diseño de la reestructuración con las contrapartes comerciales:

- (i) ¿Abarcará esta reestructuración tanto la deuda de la República de Venezuela como la de PDVSA o contemplará solamente una de las dos?
- (ii) ¿Consistirá esta reestructuración en una reducción de capital o únicamente contemplará un programa de vencimientos más *blando*?
- (iii) ¿Se invitará a participar en esta reestructuración a los acreedores de obligaciones distintas a los tenedores de bonos (tales como los adjudicatarios de laudos arbitrales del CIADI- *Centro Internacional de Arreglo de Diferencias en Materia de Inversiones*)?

Los mercados han debatido largamente las posibilidades que las autoridades venezolanas puedan, o quieran, intentar una reestructuración de los bonos de la República, excluyendo a los títulos-valores de PDVSA. (No existen cláusulas de cancelación simultánea --“*cross default*”-- que vinculen los bonos de cada deudor

⁸ Véase Alexandra Stevenson, How Argentina Settled a Billion-Dollar Dispute with Hedge Funds, N.Y. TIMES, Apr. 25, 2016; Patrick Gillespie, This Fund Made an 800% Return on Argentina Debt, CNN MONEY, Mar. 3, 2016.

⁹ Krauss, *supra* nota 1 (estima la deuda total en bonos de la República y de PDVSA en un monto aproximado de \$60 mil millones para mediados del 2017).

¹⁰ Véase *Venezuela Falls Behind on Oil-for-Loan Deals with China, Russia*, REUTERS, Feb. 10, 2017 (las obligaciones contraídas con Rusia y China en transacciones de préstamo-por-petróleo se estiman en un monto de por lo menos \$55 mil millones para principios del 2017).

para con el otro). El argumento que sostiene esta posición se basa en dos hechos¹¹. En primer lugar, PDVSA y sus subsidiarias venden petróleo venezolano. Por ello, los riesgos de una ejecución forzosa asociados a un incumplimiento de sus bonos caerían, de forma más inmediata y más onerosa, sobre PDVSA. En segundo lugar, porque la mayoría de las series de bonos de la República contienen las llamadas cláusulas de “acción colectiva”, que permiten que una mayoría calificada de tenedores (75% o 85%) acuerden una restructuración que sería vinculante para todos los tenedores de bonos de esas serie. La ausencia de dichas cláusulas de acción colectiva en los bonos de PDVSA ha hecho que algunos inversionistas concluyan que una restructuración de los bonos de PDVSA sería inevitablemente mucho más engorrosa, amenazando potencialmente la principal fuente de la economía que obtiene el 95% de sus ingresos comerciales de la venta de petróleo. En consecuencia esta opción, siguiendo este argumento, sería la última a ser considerada por las autoridades gubernamentales venezolanas.

Nuestra opinión es justamente la contraria. Con base en las razones que se explican infra, nosotros creemos que la restructuración de los bonos de PDVSA podría resultar, de hecho, más fácil y menos propensa a un comportamiento Holdout, que un ejercicio similar con los bonos de la República. Sin embargo, esta restructuración requerirá que se adopten técnicas de restructuración de deuda en formas que, a la fecha, no han sido intentadas en ninguna restructuración soberana anterior.

Con relación a otros aspectos críticos, nuestra proyección es que una reducción del capital puede, enfatizamos *puede*, inicialmente evitarse, pero una prórroga en los vencimientos y una fuerte reducción en los cupones será inescapable. Esta decisión puede utilizar como argumento la posición asumida por el FMI en su análisis de sustentabilidad de deuda. Por último, se aconsejaría a Venezuela utilizar esta oportunidad (de restructuración) para sanear “los establos de Augías” ante posibles demandas no originadas en el incumplimiento de los bonos, tales como, los laudos arbitrales; los reclamos relacionados con los depósitos obligatorios en

¹¹ Véase, v.gr. Dimitra DeFotis, *2 Venezuela Bond Strategies as Debt Default Looms*, BARRON’S, Mar. 22, 2017 (nótese la creencia de larga data de que PDVSA es un “crédito más sólido como origen del flujo de petrodólares y dueño de los activos físicos offshore”); *Venezuela: Of Human Bondage*, FIN. TIMES, Jul. 17, 2017 (“Venezuela services its debt partly to avoid the seizure of its US-based oil refineries, eliminating its only source of revenue.”); Francisco Rodríguez, *Venezuela Has Good Reasons to Avoid Default: The Government Faces Big Risks and Costs if it Stiffs Bondholders*, BLOOMBERG VIEW, Aug. 11, 2016 (argumentando que, la ausencia de las cláusulas de acción colectiva y la disponibilidad de activos susceptibles a ser embargados, el intento de Venezuela de restructurar la deuda de PDVSA será especialmente riesgoso); Davide Scigliuzzo, *Argentine-style Legal Drama Looms if Venezuela Defaults on Debt*, REUTERS, Jan. 21, 2016 (similar). Un análisis, de hace algunos meses, comparando el margen entre bonos con similares vencimientos de la República y de PDVSA sugiere que el Mercado aún no está valorando el diferencial entre los dos en términos de riesgo legal. Véase Paolo Colla et al., *The Puzzle of PDVSA Bond Prices*, 12 CAP. MKTS L. J. 66-77 (2017).

Bolívares bloqueados y afines que se han permitido acumular y emponzoñar durante los últimos 20 años.

Reestructuración de los Bonos de PDVSA

Directriz Principal

La política del actual gobierno de pago total del servicio de la deuda externa pareciera estar motivada por el temor de las consecuencias que pudiese conllevar un incumplimiento, particularmente un incumplimiento por PDVSA. Esto podría dar lugar a que los acreedores embarguen los despachos de petróleo o intercepten los pagos que realizan los compradores de dicho petróleo. Por tanto, la directriz principal en una reestructuración de los bonos externos de PDVSA (aquellos sujetos a la legislación del Estado de Nueva York) será garantizar que cualquier acreedor Holdout no estará en posición de interferir con la capacidad de PDVSA de vender petróleo y de recibir los pagos en efectivo producto de dichas ventas. Tanto PDVSA como la mayoría de los acreedores de PDVSA que participen en esta reestructuración desearán este mismo resultado.

Se han debatido varias ideas de cómo lograr este objetivo. Algunos han sugerido adelantar un proceso de quiebra de PDVSA en Venezuela y, en paralelo, solicitar el reconocimiento de éste procedimiento bajo el Capítulo 15 del Código de Quiebra de EEUU (*Bankruptcy Code*). Otros abogan por ir directamente a un proceso de quiebra en Estados Unidos de Norteamérica bajo el Capítulo 11 del Código de Quiebra de EEUU. ¿Podría transferirse la potestad de extraer y vender el petróleo venezolano de PDVSA y otorgar dicha concesión a otra nueva empresa en un intento por proteger a PDVSA ante un litigio? Sería posible re-direccionar las ventas de petróleo a través de un vehículo intermediario comercial (que no sea propiedad de PDVSA o de sus subsidiarias) ubicado en una jurisdicción amigable y posteriormente argumentar que el petróleo vendido a Estados Unidos de Norteamérica es propiedad de dicha empresa comercial intermediaria y no de PDVSA? ¿Puede PDVSA comenzar a vender petróleo en Venezuela estrictamente sobre la base de un acuerdo “efectivo-por-barril” para evitar generar facturas embargables en Estados Unidos de Norteamérica? Cada una de estas ideas referentes a cambios estructurales con el objetivo de proteger la venta de petróleo de PDVSA de las acciones legales de sus acreedores implica riesgos significativos e incertidumbre¹². Afortunadamente (para PDVSA), dos aspectos inusuales o poco

¹² Para discusiones sobre las opciones de quiebra o bancarrota léase v.gr Pedro Jimenez & Amanda Parra Cristie, *Restructuring on the Rise for Venezuelan Companies*, GLOBAL RESTRUCTURING REV. Apr 11, 2016; Mark A. Walker & Jill Dauchy, *Restructuring Venezuelan Debt*, COL. BLUE SKY BLOG, Nov. 14, 2016, disponibles en: <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2016/11/14/restructuring-venezuelan-debt/>; Mark Weidemaier & Mitu Gulati, *Bankruptcy and Non-Bankruptcy Options for Venezuela*, CREDIT SLIPS BLOG, Mar. 12, 2017, disponible en: <http://www.creditslips.org/creditslips/2017/03/bankruptcy-and-non-bankruptcy-options-for-pdvsa.html>

frecuentes en la documentación legal pueden hacer que el recurso a tales medidas sea innecesario.

Estructura Legal de los Bonos de PDVSA

PDVSA ha obtenido financiamiento en los mercados de bonos internacionales utilizando un tipo de contrato de fideicomiso al estilo norteamericano. Los bonos de PDVSA *no* contienen cláusulas de acción colectiva (“CAC”), las cuales permitirían que una mayoría calificada de tenedores de bonos pudiese acordar una restructuración obligando en consecuencia a todos los tenedores. Esta es la mala noticia. La buena noticia es que las cláusulas de cada serie de bonos de PDVSA emitidos en los mercados internacionales bajo los referidos contratos de fideicomiso pueden ser modificadas con el consentimiento de la mayoría simple de tenedores con las únicas excepciones de aquellas enmiendas que pretendan:

- (i) reducir el porcentaje de tenedores que debe autorizar o consentir las modificaciones,
- (ii) reducir la tasa de interés o extender el término o plazo de pago de los intereses,
- (iii) reducir del monto de capital pagadero de los bonos o un cambio en la fecha de vencimiento de los bonos,
- (iv) cambiar el tipo de moneda de los bonos,
- (v) “menoscabar o perjudicar los derechos de cada tenedor de bonos a recibir el pago del capital, o de una prima (de existir), de intereses y Montos Adicionales (de existir), sobre tales Pagarés en, o después de, la respectiva fecha de su vencimiento, así como demandar la ejecución de tales pagos”¹³,
- (vi) subordinar el pago de los referidos bonos a cualquier otro tipo de endeudamiento,
- (vii) reformar las cláusulas de modificación o enmienda.

El tipo de enmiendas descritas en el aparte (i) al (vii) precedente no pueden llevarse a cabo “sin el consentimiento de cada uno de los tenedores

¹³ Contrato de emisión con fecha del 28 de Octubre del 2014 entre Petróleos de Venezuela, S.A. como Emisor, PDVSA Petróleo, S.A. y como Garante the Law Debenture Trust Company of New York, como Fideicomisario y Citibank, N.A. como Registrador, Agente Fideicomisario y Agente Principal Pagador en relación con los U.S. \$3 mil millones en Notas al 6% con vencimiento en el 2022 (denominados de aquí en adelante “*Indenture*”), Section 9.02(b). Los otros contratos de emisión de PDVSA que hemos examinado tienen una redacción idéntica.

adversamente afectados. En consecuencia nos referiremos a estas excepciones como las “*Modificaciones de Consentimiento Unánime*”. Adicionalmente, nos referimos al aparte (v) precedente (y que jugará un papel significativo en esta historia) como la “*Cláusula de No Perjudicar*”.

Las cláusulas de modificación que contienen los bonos de PDVSA (y que establecen el requerimiento de consentimiento unánime para modificaciones específicas, pero que requieren la aprobación de la mayoría simple para todas las demás modificaciones) es una cláusula típica de los bonos corporativos emitidos en los Estados Unidos de Norteamérica, así como para los bonos soberanos emitidos de conformidad con las leyes del Estado de Nueva York con anterioridad a la introducción de la cláusula de acción colectiva en los bonos soberanos en el 2013¹⁴. Estas cláusulas pueden jugar un papel crucial en una restructuración de deuda. Suponiendo que se puede persuadir al menos a la mayoría de los tenedores para que acepten una restructuración, las referidas cláusulas sobre modificaciones pueden utilizarse para efectuar cambios en los instrumentos de deuda existentes que hagan que los bonos resulten menos atractivos para los potenciales acreedores Holdout

Los objetivos serían: (i) disuadir a los Holdouts y (ii) evitar la posibilidad de que cualquiera de los Holdouts pueda causar problemas legales con posterioridad al cierre de la restructuración.

La técnica funciona de la siguiente manera: todos los tenedores de bonos (el “Viejo Bono”) serán invitados a intercambiar dichos instrumentos por uno nuevo, el cual contendrá las condiciones de la restructuración (el “Nuevo Bono”). Sin embargo, al ofertar sus Viejos Bonos en el intercambio a los tenedores se les pedirá su consentimiento para modificar el Viejo Bono—el que están a punto de entregar—de forma tal que haría que el Viejo Bono sea menos atractivo para los potenciales acreedores Holdout. (Debido a que estos consentimientos están siendo requeridos en referencia a un bono que los tenedores están a punto de entregar, la técnica se denomina un “consentimiento de salida”). No podrán hacerse modificaciones a los consentimientos de salida más allá de los asuntos estrictamente enumerados en las Modificaciones por Consentimiento Unánime. Sin embargo, teóricamente, cualquier otra condición del bono sería susceptible de ser modificada por mayoría simple. Con lo cual, por ejemplo, un Consentimiento de Salida podría ser utilizado para eliminar el requerimiento que el Viejo Bono se mantenga cotizado en bolsa, eliminar la cláusula *pari passu*, eliminar el recurso de amortización anticipada o derogar una o más causales de incumplimiento¹⁵. Los Consentimientos

¹⁴ Véase generalmente, Lee C. Buchheit & G. Mitu Gulati, *Sovereign Bonds and the Collective Will*, 51 EMORY L. J. 1317, 1326-30 (2002).

¹⁵ Describimos la técnica de los consentimientos de salida y sus implicaciones legales en Lee C. Buchheit & G. Mitu Gulati, *Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges*, 48 UCLA L. REV. 59 (2000); véase también Keegan Drake, *The Fall and Rise of the Exit Consent*, 63 DUKE L. J. 1589 (2014); William W. Bratton & Adam C. Levitin, *The New Bond Workouts*, U. PA. L. REV. (pendiente

de Salida en reestructuraciones soberanas de bonos fueron utilizados por primera vez en el intercambio de bonos de Ecuador en el 2000¹⁶ y la técnica fue utilizada para formular el esquema de pagos en la reestructuración de la deuda de Uruguay en el 2013¹⁷. Sin embargo, por razones que se escapan al historiador, Argentina abjuró el uso de los Consentimientos de Salida en su reestructuración de deuda del 2005 y del 2010.

Cambio de Deudor

La acción más efectiva que PDVSA podría llevar a cabo en una reestructuración de su deuda, para evitar el riesgo de los acreedores Holdout de sus bonos internacionales, sería buscar el consentimiento de los tenedores de los bonos internacionales de la compañía con el fin de cambiar el deudor de tales bonos a una nueva compañía –llamémosla “Newco”. Un cambio de deudor en los bonos *no* es una de las Modificaciones de Consentimiento Unánime específicamente enumeradas. Por lo cual, debería ser una modificación que podría llevarse a cabo con el consentimiento de la mayoría simple de los tenedores de cada una de las series de bonos.

Una posible objeción a esta conclusión se basaría en la “*Cláusula de No Perjudicar*” antes citada (véase el texto del pie de página 13). Según este argumento, se podría alegar que el cambio de deudor en los bonos de PDVSA a una entidad sin rango crediticio constituiría, en términos prácticos, un daño a los derechos tanto de los tenedores de bonos a recibir sus correspondientes pagos de conformidad con los bonos, como a su derecho de poder interponer una demanda para exigir los referidos pagos. En el caso que el cambio de deudor fuese llevado a cabo de esta manera, tendría como resultado que tal modificación ingrese en la lista de Modificaciones de Consentimiento Unánimes requiriendo la aprobación de cada tenedor.

Existen dos respuestas ante esta objeción. Primero, los contratos de fideicomiso de PDVSA contienen una cláusula poco común o inusual que permite explícitamente que PDVSA delegue sus obligaciones bajo los referidos contratos de fideicomiso con el consentimiento únicamente de la mayoría simple de tenedores. La disposición reza como sigue:

Sección 10.02. *Sucesores y Cesionarios*. El presente contrato de fideicomiso será vinculante para, tendrá

de publicación, 2017); Benjamin Liu, Exit Consents in Debt Restructurings, Working Paper (2017), disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2916453

¹⁶ Véase Lee C. Buchheit. *How Ecuador Escaped the Brady Bond Trap*, 19 INT’L FIN. L. REV. 17 (Dec. 2000).

¹⁷ Véase Lee C. Buchheit & Jeremiah S. Pam, *Uruguay’s Innovations*, 19 J. INT’L BANKING L. & REG. 28 (2004).

efecto y redundará en el beneficio de, cada una de las partes de este acuerdo y sus respectivos sucesores (bien sea por fusión, consolidación u otra forma) y sus cesionarios. Tanto el Emisor y los Garantes acuerdan que no cederán, ni de otro modo transferirán, en todo o en parte, los derechos que tienen bajo este acuerdo, ni cederán, ni de otra forma *delegarán ninguna de sus obligaciones bajo el presente sin el consentimiento previo por escrito de los Tenedores Requeridos*¹⁸.

Reiteramos, esta disposición no autoriza específicamente la delegación de obligaciones contenidas bajo el contrato de fideicomiso y los pagarés emitidos de conformidad con el contrato de fideicomiso. Dicho esto, el texto mismo de los Pagarés reza que:

“Los términos de los Pagarés incluyen aquellos establecidos en los contratos de fideicomiso. Los Pagarés estarán sujetas a todos los referidos términos . . . Cada Tenedor, por el solo hecho de aceptar el Pagaré, acepta estar obligado a todos los términos y condiciones del contrato de fideicomiso”¹⁹.

En otra parte del texto de los Pagarés se establece que:

“Los tenedores no podrán ejecutar los contratos de fideicomiso o los Pagarés fuera de lo establecido en los mismos contratos de fideicomiso”²⁰.

Por tanto se entiende que los contratos de fideicomiso y los Pagarés fueron conceptualizados para operar conjuntamente. Por ejemplo, los Eventos de Incumplimiento (que permiten a los tenedores acelerar los Pagarés) están estipulados en los contratos de fideicomiso y no en los Pagarés. Delegar las obligaciones de PDVSA bajo los contratos de fideicomiso, pero dejando a PDVSA como deudor de los Pagarés, no sería un acuerdo posible ni una interpretación lógica de los documentos.

¹⁸ Contrato, *supra* nota 13, Sección 10.02 (énfasis añadido). La misma disposición aparece en otros contratos de emisión de PDVSA que hemos examinado. El término “*Required Holders*” se define en el Contrato como:

[T]enedores de más del 50% del monto agregado de capital de las Notas Pendientes

Id., Artículo 1 (Definiciones).

¹⁹ *Id.*, [Forma del] Reverso de la Nota, Sección 6.

²⁰ *Id.*, Sección 13.

Segundo, una decisión judicial reciente de la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito en Nueva York confirmó la validez de las modificaciones de salida consentidas en una restructuración de deuda empresarial aun en una situación donde la modificación en cuestión afectó la posibilidad práctica del acreedor de recuperar su deuda. En *Marblegate Asset Management v. Education Management Corp.*²¹, la reingeniería de los bonos de la empresa embargada implicó el uso de un Consentimiento de Salida cuya consecuencia fue la de “transformaral emisor en una cáscara vacía”²². El único Holdout en esta restructuración objetó y argumentó que la transacción violaba la Sección 316(b) de la TIA. La Cláusula de No Perjudicar en los contratos de fideicomiso de PDVSA copia, prácticamente palabra por palabra, el texto relevante de la Sección 316(b). En una decisión de 2-1, el panel de la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito, sostuvo que este lenguaje del TIA no invalidaba los elementos de la transacción de Marblegate que socavaban la capacidad práctica del acreedor Holdout para recuperar sus acreencias. La Corte en el caso de Marblegate interpretó el significado de la Sección 316(b) del TIA; una cuestión de interpretación legal no relevante para el caso de los contratos de fideicomiso de PDVSA. En una disputa referida a las Cláusulas de No Perjudicar de los contratos de fideicomiso de PDVSA, la Corte enfrentaría como un asunto de interpretación contractual. No obstante, debido a que las Cláusulas de No Perjudicar se toman directamente del texto de la Sección 316(b) del TIA, la interpretación del Segundo Circuito del referido lenguaje debería ser aplicable en una disputa referente al alcance de PDVSA.

La delegación de las obligaciones de PDVSA contenidas en sus bonos internacionales a un tercero, Newco, podría efectivamente neutralizar el riesgo representado por los acreedores Holdout en la restructuración de la deuda de PDVSA, debido a que dichos acreedores podrían, después de la restructuración, demandar únicamente a Newco para recuperar sus acreencias. Esta es una estrategia anti-Holdout más potente que los tradicionales Consentimientos de Salida que dejaban a los Holdout, después de la restructuración, con sus reclamos contra el deudor original, a pesar de que los mismos reclamos estuviesen modificados en algunos aspectos como consecuencia de los Consentimientos de Salida. Este enfoque, por supuesto, plantea la pregunta acerca de la naturaleza de Newco. Algunos argumentarán que Newco debería ser una empresa que visiblemente carezca de recursos para honrar cualquier pago de los antiguos bonos de PDVSA. Podrían argumentar que la idea de poder demandar a una cáscara vacía como es el caso de Newco, induciría a que los Holdouts acepten participar en la restructuración.

Nosotros no consideramos que este enfoque sea el apropiado. Por una parte, se percibiría por lo que en realidad es —crasamente coercitivo y punitivo— y

²¹ *Marblegate Asset Mgmt., LLC v. Educ. Mgmt. Corp.*, 846 F.3d 1 (2d Cir. 2017), *reh’g* denegada No. 15-2124 (2d Cir. Mar. 21, 2017).

²² 846 F.3d en 4

que inevitablemente terminaría en procedimientos judiciales ante la Corte. A pesar de la decisión del Segundo Circuito en Marblegate, existe suficiente lenguaje en la legislación de casos precedentes que debate el tema de la opresión a los tenedores minoritarios a fin de garantizar un cierto grado de cautela por parte de los arquitectos de la restructuración de la deuda de PDVSA²³. Una estrategia que consideramos razonable sería que PDVSA (como condición para ser liberada como deudor bajo sus Viejos Bonos) acuerde financiar a Newco con un porcentaje de sus ingresos netos provenientes de la venta de petróleo durante los períodos en los cuales el precio promedio del petróleo venezolano exceda un cierto umbral específico. Esto tendría como resultado vincular los Viejos Bonos –actualmente los bonos de Newco—con el precio del petróleo. En la medida en que la actual crisis financiera de Venezuela ha sido originada por la caída precipitada en los precios del petróleo, este acuerdo podría mantener la expectativa de que los Viejos Bonos continuarían siendo honrados siempre y cuando el precio del petróleo se recupere. Algunos de los actuales tenedores de bonos de PDVSA podrían aceptar esta apuesta en lugar de intercambiar sus Viejos Bonos por nuevos títulos valores de PDVSA emitidos con base en los términos de la restructuración. Otros inversionistas podrían estar dispuestos a comprar los Nuevos Bonos de Newco en el mercado secundario como una apuesta relacionada con los precios futuros del petróleo. Lo más importante es, sin embargo, que la delegación de las obligaciones de PDVSA bajo los bonos existentes a Newco no pulverice completamente la posibilidad de que aquellos acreedores Holdout, que opten por conservar sus bonos, puedan realizar su recuperación financiera incluso hasta la total recuperación financiera si el precio del petróleo regresa a su otrora gloria.

Limitaciones a los derechos individuales en los procedimientos de cobro

Los fideicomisos de bonos redactados según el modelo estándar norteamericano, confieren al Fideicomisario la responsabilidad principal de hacer cumplir el contrato de fideicomiso y los bonos emitidos de acuerdo con el mismo. En la mayor parte de los contratos de fideicomiso, la excepción a esta regla se refiere a los montos de capital o de interés que hayan vencido en sus respectivas fechas de vencimiento pero que aún no han sido pagadas. Cualquier tenedor de bonos podrá presentar una demanda solicitando la ejecución en su propio nombre con la finalidad de cobrar la parte que le corresponde de tales montos vencidos y podrá retener para sí las ganancias del referido cobro o recuperación. Esta disposición es obligatoria en aquellos contratos de fideicomisos (*trust indentures*) que requieren ser calificados bajo el “*Trust Indenture Act*” de 1939 (el “TIA”)²⁴. Sin embargo, es común

²³ Para las discusiones referentes a estos casos en el contexto del Reino Unido y de Estados Unidos de Norteamérica, véase el material citado en la nota 15 *supra*. Véase también, Mark J. Roe, *The Trust Indenture Act of 1939: In Congress and the Courts in 2016 – Bringing the SEC to the Table*, 129 HARV. L. REV. 360 (2017).

²⁴ 15 U.S.C. §§ 77aaa–77bbb

encontrar estas disposiciones en otros contratos de fideicomiso (tales como los fideicomiso de PDVSA) que técnicamente no están sujetos al TIA.

El TIA establece que los tenedores de bonos individuales mantienen sus derechos de ejecución individual (en contraposición a la ejecución por el fideicomisario) únicamente de los montos que han vencido y que no han sido pagados “en sus respectivas fechas de vencimiento”. Esto ha sido interpretado como las fechas originalmente establecidas como fechas de vencimiento del capital e intereses. La amortización adelantada en la mayoría de los contratos de fideicomiso sigue siendo responsabilidad del fideicomisario²⁵. Las disposiciones en la mayoría de los contratos de fideicomisos repiten esa frase: “en sus respectivas fechas de vencimiento” o alguna variación de la misma.

Los contratos de fideicomiso de PDVSA no contienen esa disposición.

Según figura en los contratos de fideicomiso de PDVSA, esta disposición le confiere a los tenedores de bonos el derecho de mantener su derecho individual a demandar para solicitar el cumplimiento de los pagos, tanto de capital como de intereses, únicamente en la fecha de vencimiento *final* del bono. Estos no podrán demandar individualmente en la medida en que los montos de capital o intereses venzan a lo largo de la vigencia del bono²⁶. En la práctica esto significa que la responsabilidad de exigir los pagos del capital o intereses que venzan antes de la fecha final de vencimiento recae exclusivamente en el fideicomisario²⁷. Por su parte, el fideicomisario únicamente ejercerá una demanda si le es requerido por un número de tenedores de bonos que representen el 25% de los bonos de una determinada serie y únicamente si se cumplen ciertas otras condiciones²⁸. Los tenedores de una mayoría de bonos pueden determinar la fecha, método y lugar de la

²⁵ Lee C. Buchheit & Sofia D. Martos, *Trust Indentures and Sovereign Bonds: Who Can Sue?* J. INT’L BANKING & FIN. L., Sep. 2016, at 457, 459-61.

²⁶ El texto reza como sigue:

Derechos incondicionales de los tenedores a recibir (el pago) de capital, primas e intereses. No obstante cualquier otra disposición en este contrato (“indenture2), cualesquiera tenedor tendrá el derecho absoluto e incondicional de recibir el pago del capital (y de las primas y los Montos Adicionales, de existir) e intereses, de existir, sobre tal Nota *a la fecha de vencimiento de la misma Nota*.....y a presentar la demanda correspondiente a fin de recuperar tales pagos, y tales derechos no serán menoscabados o empeorados sin el consentimiento del referido Tenedor.

Indenture, *supra* nota 13, Sección 5.01(j) (énfasis añadido).

²⁷ La redacción de contratos de emisión aún menos precisos que los contratos de emisión de PDVSA ha tenido, precisamente, estas consecuencias. Véase *Penades v. Republic of Ecuador*, SDNY, 15-cv-725 (RJS), Opinión y Orden fechadas el 30 de Septiembre del 2016, *aff’d*, 2d. Cir. Mayo 17, 2017.

²⁸ Véase Indenture, *supra* nota 13, Sección 5.01(i). Véase también, Buchheit & Martos, *supra* nota 25 en 458.

demanda para que el fideicomisario exija la ejecución²⁹. Es importante señalar que cualquier recuperación por parte del fideicomisario será en el beneficio prorrateado de todos los tenedores de bonos y no únicamente de aquellos tenedores que se unieron para exigir la ejecución.

El resultado práctico de todo esto es que en una restructuración PDVSA estará mucho menos expuesta a la amenaza de acciones legales individuales por parte de los acreedores Holdout que lo que hubiese estado si el contrato de financiamiento de PDVSA hubiese sido un contrato de agencia fiscal en lugar del contrato de fideicomiso, o si la disposición de los contratos de fideicomiso hubiesen sido redactados en la forma tradicional regulando el derecho de exigir la ejecución individualmente (la batalla espeluznante que sostuvo Argentina con cientos de acreedores Holdout del 2002 al 2016, evidencia el peligro de contratar financiamiento bajo los convenios de agencia fiscal que otorgan el derecho a exigir la ejecución individualmente a cada tenedor de bonos). Este precedente debería ser de gran influencia en las mentes de aquellos posibles Holdout, particularmente aquellos cuyos bonos tienen una fecha final de vencimiento en un futuro muy lejano. Estos tenedores de bonos no podrán demandar en sus nombres propios los montos no pagados de capital o intereses sino hasta la fecha final de vencimiento de sus bonos. No podrán demandar separadamente las amortizaciones anticipadas. El fideicomisario, de ser requerido que ejecute los bonos, deberá hacerlo en beneficio prorrateado de todos los tenedores de bonos. En resumen, estos no son el tipo de bonos que resultan atractivos a los acreedores agresivos “caza recompensas” (*blade runner*), que inveteradamente se encuentran en toda comunidad inversionista y que buscan litigar.

Restructuración de los Bonos de la República de Venezuela

La documentación legal de los bonos de la República de Venezuela emitidos en los mercados de capitales internacionales también es una historia de buenas y malas noticias para un restructurador de deuda. La mala noticia es que la República contrató su endeudamiento bajo una estructura de “agencia fiscal”. En consecuencia carece de las disposiciones del contrato de fideicomiso, tales como los previamente analizados en este documento, que pudiesen contribuir a reducir las expectativas de los tenedores de bonos agresivos Holdouts, y más bien promover su participación en la restructuración. La buena noticia es que, a diferencia de los bonos de PDVSA, la mayoría –pero no la totalidad—de las series de bonos de la República emitidos en los mercados de capitales internacionales contienen las cláusulas de acción colectiva, “CACs”.

²⁹ *Id.*, Sección 5.01(n).

Estructura Legal de los Bonos de la República

Los arquitectos de la restructuración de los bonos de la República deben ser igualmente intolerantes hacia los acreedores Holdout. Un acreedor de la República, que sea definido como tal por una decisión judicial (“*judgment creditor*”), no podrá de manera inmediata amenazar los activos y cuentas por cobrar de PDVSA. Lo que sí podrá con toda seguridad es iniciar un procedimiento intentando demostrar que PDVSA, aunque jurídicamente una entidad distinta e independiente de la República, debe en realidad ser considerada como su “alter ego”³⁰. Las cláusulas de acción colectiva han sido, desde el 2002, consideradas como el método mediante el cual una restructuración soberana podría concluirse sin dejar atrás ningún grupo problemático de acreedores Holdout. A pesar de que las CAC han sido utilizadas en algunas restructuraciones recientes de bonos soberanos sometidos a la ley del Estado de Nueva York (por ejemplo Belice, tanto en el 2007 como en el 2013), Venezuela sería el primer soberano importante en restructurar su deuda bajo la jurisdicción de la ley del Estado de Nueva York en la cual las CAC jugarán un papel significativo.

La forma en la cual las CAC se incluyen en la mayoría de los bonos de la República es como cláusulas de acción colectiva de primera generación. Es decir, la cláusula opera únicamente dentro de las cuatro esquinas de cada instrumento y (en la mayoría de los bonos de la República) requiere el voto afirmativo de los tenedores del 75% del capital pendiente de los bonos a fin de poder aprobar la restructuración. Desde hace mucho se ha reconocido que tales series-por-series CAC tienen una debilidad notoria. En un bono pequeño, o un bono cotizado en el mercado secundario a un descuento significativo, la inversión en efectivo requerida para adquirir el mencionado porcentaje (25%) puede ser un monto relativamente modesto. El problema se agrava en el caso de que posibles acreedores Holdout coordinen sus actividades y se pongan de acuerdo en una maniobra para concentrarse simultáneamente en un bono específico³¹.

³⁰ Como ejemplo de cómo construir el argumento de PDVSA es en realidad el alter ego en el contexto de un litigio, véase *Complaint, Crystallex Int’l Corp. v. PDVSA et al.*, 2015 WL 7567751 (D. Del) Case 1:99-mc-09999; Adicionalmente de forma más general, sobre “veil piercing” en un contexto soberano véase W. Mark C. Weidemaier & Matthew Gauthier, *Venezuela as a Case Study in (Limited) Sovereign Liability*, 12 CAP. MKTS. L. J. 215 (2017).

³¹ Esta debilidad en las CACs de primera generación fue la que dio lugar a que el sector oficial, en el 2014, promoviera el uso en los bonos soberanos de los “CACs agregados”. Un CAC agregado permite a los tenedores de múltiples series de bonos votar como una única clase, resultando así más difícil para que un único tenedor, o un grupo de tenedores, ataque agresivamente y adquiera una posición que les permita, a su vez, bloquear decisiones (referentes a dichos bonos). Véase Anna Gelpern *et al.*, *Count the Limbs: Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds*, en *TOO LITTLE TOO LATE: THE QUEST TO RESOLVE SOVEREIGN DEBT CRISES* (Martin Guzman et al. eds. 2016); Mark Sobel, *Strengthening Collective Action Clauses: Catalyzing Change – the Back Story*, 11 CAP. MKTS L. J. 3 (2016); Deborah Zandstra, *New Aggregated Collective Action Clauses and Evolution in the Restructuring of Sovereign Debt Securities*, 12 CAP. MKTS L. J. 280 (2017).

Esta debilidad quedó evidenciada en la restructuración griega del 2012. Grecia tenía 36 series de bonos sujetos a la legislación inglesa cada una con CACs de primera generación. Grecia convocó una reunión de los tenedores de sus bonos por cada serie. Sin embargo, únicamente en 17 de las series se logró alcanzar el umbral necesario para aprobar la restructuración. Los Holdout habían adquirido posiciones que les permitieron bloquear las restantes 19 series³².

La República de Venezuela fue un converso dudoso y cauteloso en relación con la introducción de las CAC en sus bonos soberanos. Aun cuando otros de sus colegas soberanos, comenzando en el 2003, habían acordado que el umbral para sus CACs sería de 75%, Venezuela inicialmente pensó que se congraciaria con los inversores si elevaba el porcentaje a 85%. Las dos emisiones de bonos de la República de Venezuela suscritas en el 2003 y el 2004³³ incluyeron CACs en este porcentaje más elevado de 85%, antes que la República retrocediera en el 2005 al marcador estándar del mercado de 75%. Adicionalmente, Venezuela tiene dos bonos pendientes que fueron emitidos con anterioridad a la tendencia de utilizar los CACs en Nueva York en el 2003. Estas dos series requieren la aprobación unánime de los acreedores para efectuar cualquier cambio en los términos de pago³⁴. Un análisis reciente de los precios de mercado de las diferentes series de bonos de la República sugiere que los inversionistas distinguen entre los bonos que requieren aprobación unánime para efectuar cambios en las condiciones de pago de aquellos con el umbral de voto establecido en 75% (otorgándole mayor valor al primero)³⁵.

La Restructuración

Cláusulas de Acción Colectiva. Aun cuando no se hagan presentes determinados acreedores Holdout y/o grupos de tenedores listos para accionar simultáneamente, un porcentaje de aprobación de los acreedores del 75% sigue siendo bastante alto (aunque mucho menor que 85%). Se necesitará persuadir a los tenedores de bonos que: (i) el monto de la reducción de deuda que pretende la República es esencial para la recuperación económica del país; (ii) otros actores también harán contribuciones proporcionales y que, (iii) el gobierno se compromete con --y cumplirá-- un programa de ajuste que corregirá los problemas subyacentes de la economía. Ninguno de los anteriores será fácil en el caso venezolano. El punto (i) desatará el debate entre la insolvencia y la falta de liquidez. Después de todo, Venezuela tiene las mayores reservas de petróleo del mundo. El punto (ii) podría

³² Jeromin Zettelmeyer et al., *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, 28 ECON. POL'Y 513 (2013)

³³ Esto se refiere a los bonos de la República con vencimiento el 1 de diciembre del 2018 y el 13 de enero del 2034.

³⁴ Estos bonos fueron emitidos por la República en 1998 y 1997, con vencimientos el 15 de agosto del 2018 y el 15 de septiembre del 2027, respectivamente.

³⁵ Véase Elena Carletti et al., *Pricing Contract Terms in a Crisis: Venezuelan Bonds in 2016*, 11 CAP. MKTS. L. J. 540 (2016).

forzar una delicada negociación con aquellos que mantienen reclamos no relacionados con los tenedores, tales como aquellas partes favorecidas por laudos arbitrales y los grandes prestamistas bilaterales como China. Finalmente, sería iluso pensar que un programa de ajustes económico hecho-en-Venezuela, diseñado y ofrecido por la actual administración pudiera satisfacer el punto (iii). Aun cuando sea terriblemente poco popular, creemos que la próxima administración tendrá que acudir a la asistencia del FMI.

Será muy difícil al principio de una restructuración saber cuál es el nivel de endeudamiento que razonablemente Venezuela podrá sostener. Si la evaluación se hiciese hoy, en este momento, la respuesta sería profundamente pesimista. Pero nosotros esperaríamos que “en este momento” sea el nadir de las fortunas económicas del país. No tiene mucho sentido llevar a cabo un análisis de sustentabilidad de deuda con base en el desempeño económico de las pasadas dos décadas de mala administración como línea base. La pregunta debería ser, más bien, cuál es el nivel de deuda que el país puede servir *presuponiendo* la ejecución de un riguroso programa de ajustes económicos y un renovado apoyo de la comunidad internacional.

Con base en las anteriores razones, en un primer momento la restructuración podría no requerir recortes significativos de capital. Ciertamente, Venezuela no podrá destinar mucho más dinero al servicio de su deuda mientras no salga de su actual predicamento. En una primera ronda, podría plantearse una extensión de los vencimientos, conjuntamente con una drástica reducción de sus cupones. Al final de este período de prórroga (digamos 5 años), se evaluará la necesidad o no de una restructuración de deuda más duradera y, de ser el caso, cuáles serían las condiciones de una nueva restructuración. Sin embargo, la República deseará aprovechar la oportunidad de esta primera ronda de restructuración para incluir cláusulas CAC agregadas en los nuevos bonos que emitirá. Ello facilitará en gran medida una operación de manejo de deuda a futuro, de ser necesaria.

Consentimientos de Salida. Las cláusulas de acción colectiva (CACs) en los bonos de la República restringirán seriamente las posibilidades de que el país pueda hacer uso de los Consentimiento de Salida como mecanismo coercitivo para estos bonos CAC. Las referidas CAC elevan al mismo umbral requerido para aprobar modificaciones referentes a las condiciones de pago, cualquier voto referente a una modificación relativa a las disposiciones distintas a las de las condiciones de pago tales como las cláusulas *pari passu*, los eventos de incumplimiento, la cláusula de ley aplicable, la renuncia a inmunidad soberana y demás. En otras palabras, si la República no logra alcanzar el porcentaje estipulado de 75% (o de 85%), el umbral del voto para la restructuración principal se entenderá que también habrá fallado en alcanzar el umbral para la aprobación de las modificaciones de las cláusulas que son los objetivos tradicionales de los Consentimientos de Salida.

Sin embargo, se necesitará una estrategia para los Consentimientos de Salida en relación a las dos emisiones de bonos de la República pendientes y que no contienen las cláusulas CAC. En teoría, las cláusulas de modificación en estos dos bonos podrían permitir un cambio de deudor, similar al discutido en relación con los bonos de PDVSA, supra, con la aprobación de la mayoría simple de los tenedores. Las cláusulas podrían, en ciertos eventos, permitir que la mayoría ejerza acciones tales como eliminar la cláusula *pari passu*, modificar los eventos de incumplimiento, eliminar o modificar la disposición de promesa de no constituir gravámenes (*negative pledge*) y similares. A esta lista podría agregarse más Consentimientos de Salida “termonucleares”, tales como, cambio de ley aplicable a los bonos o el sometimiento a la jurisdicción de los tribunales de Nueva York³⁶.

Otras Técnicas: La República no debería atreverse a poner todas sus esperanzas en la eficacia de sus cláusulas de acción colectiva CAC en una restructuración de deuda. Los acreedores Holdout pudiesen adquirir los porcentajes necesarios para bloquear posiciones en uno o más de los bonos CAC. Dos series de bonos carecen de CACs; en otras dos series el umbral de votación requerido es de 85%. Sin embargo, se necesitará sin duda una estrategia de salida consensuada para aquellos acreedores listos a “brincar a la yugular” en los bonos que no tienen aquellas cláusulas CAC.

La práctica tradicional en las ofertas de intercambio soberano es que el deudor soberano cancele inmediatamente los bonos que recibe de regreso en este intercambio. Sin embargo, en el contexto de una restructuración de deuda, puede ser que esta práctica no sea aconsejable. Cancelar los bonos recibidos en el intercambio meramente garantiza que los únicos inversionistas de bonos que pueden quedar serían, por definición, los Holdout. Todos aquellos tenedores de bonos de buena fe habrán participado, aceptando el intercambio, y sus bonos habrán sido cancelados. Esto facilitaría que los acreedores residuales Holdout ejerzan medidas tales como demandar la amortización anticipada (algo que normalmente requiere el consentimiento de un 25% de los tenedores del bono); requerir al fideicomisario que ejecute el instrumento (también requiere normalmente un 25% de los votos de los bonos emitidos de conformidad con los contratos de fideicomiso también), hacer valer las cláusulas *pari passu* en contra de sus otrora compañeros tenedores de bonos quienes si aceptaron los nuevos bonos en el intercambio ofertado y así sucesivamente.

Hemos sugerido en otros foros una técnica que mantendría legalmente vivos los Viejos Bonos recibidos en el intercambio. Estos Viejos Bonos podrían ser colocados en manos de un fideicomisario de confianza y cualquier recuperación que se obtenga sobre esos Viejos Bonos serían entregados en garantía para asegurar los

³⁶ Véase Buchheit & Gulati, supra nota 15 y 79-82 para una discusión referente a la posible redacción de las cláusulas de bonos soberanos que podrían ser sujetos a modificación a través de los Consentimientos de Salida.

nuevos bonos soberanos emitidos en el referido intercambio³⁷. Decidimos apodar esto como la “Solución Criogénica” (la criogenia es el proceso de congelar y guardar cadáveres con base en la premisa que puedan ser reanimados en el futuro). Algunas formas de la Solución Criogénica pudiesen resultar necesarias en el caso de que la República no pueda activar sus cláusulas CAC en una o más series de sus bonos.

Conclusión

La invasión de Rusia por Napoleón en 1812 fue una gran emprendimiento. La restructuración de la deuda del sector público venezolano será un emprendimiento aún mayor.

Venezuela no podrá enfrentar con la misma ecuanimidad como, lo hizo Argentina en el 2005 durante su restructuración de bonos, la acción de unos acreedores Holdout. El daño que pudiesen causar estos acreedores Holdout con fines de litigar es considerablemente mayor que el que Argentina jamás tuvo que enfrentar. La clave será entonces divisar las mejores formas de desalentar los ataques potenciales de los posibles Holdout y tratar de dejar sin efecto la amenaza legal representada por quienes persisten en rechazar la oferta de restructurar.

Aun cuando la amenaza de los acreedores Holdout pueda prevenirse, todavía existe un número de asuntos espinosos que deben ser resueltos en una restructuración de la deuda pública venezolana. ¿Qué podrá hacerse frente a las obligaciones distintas a los bonos de deuda tales como los laudos arbitrales de CIADI o los depósitos en Bolívares bloqueados? ¿Qué tratamiento se le dará a aquellos bonos colocados en el mercado a un descuento inicial ya muy grande o almacenados en una entidad pública y después, intencionalmente revendidos en una transacción de mercado secundario con un gran descuento? ¿Qué peso debe dársele, si acaso, al alegato de que algunas transacciones fueron llevadas a cabo sin la requerida aprobación previa del legislativo nacional? Esperemos, pues, que la analogía de la aventura rusa de Napoleón en 1812 sea solo en relación a la envergadura del emprendimiento y no que se extienda a su resultado.

* * * *

Traducción por Marta Luchsinger, abogada UCAB/Harvard LL.M,
martaluch28@gmail.com

³⁷ Vease Lee C. Buchheit & G. Mitu Gulati, *Restructuring Sovereign Debt After NML v. Argentina*, 12 CAP. MKTS L. J. 224 (2017), disponible en:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2820444