

# Valor de las cláusulas contractuales en instrumentos de deuda soberana: una aplicación caso venezolano

Henrique GHERSI\*

Miguel ZAJÍA\*\*

Andreína ALFONZO\*\*\*

RVLJ, N.º 13, 2020, pp. 135-162.

## SUMARIO

**Introducción 1. Planteamiento. Enfoque de la investigación**  
**2. Fases de la investigación** 2.1. *Identificación de los títulos de deuda que integran la deuda externa de Venezuela* 2.2. *Clasificación de las variables incorporadas al modelo de regresión* 2.2.1. Cláusulas contractuales 2.2.2. Variables de control  
**3. Análisis de hallazgos. Conclusiones**

## Introducción

Venezuela se encuentra, en estos momentos, en situación de *default* en sus acreencias externas. En tal sentido, una tarea esencial en un proceso de ajuste

---

\* **Universidad Católica Andrés Bello**, Ingeniero Industrial; candidato al doctorado en Ciencias Económicas. **Instituto de Estudios Superiores de Administración** (IESA), Profesor Adjunto del Centro de Finanzas. **Universidad de los Andes** (Bogotá), Profesor Invitado. Socio-Fundador de VIPCapital (Caracas).

\*\* **Universidad Católica Andrés Bello**, Abogado. **Instituto de Estudios Superiores de Administración** (IESA), Magíster en Finanzas. Asociado del despacho de abogados D'Empaire.

\*\*\* **Universidad Metropolitana**, Economista Empresarial. **Instituto de Estudios Superiores de Administración** (IESA), Magíster en Finanzas.

económico constituye la reestructuración de la deuda externa, primordialmente la deuda contraída por la República y por PDVSA, y representada en títulos de deuda denominados en moneda extranjera. La reestructuración permitiría, entre otras cosas, que el país regrese a los mercados voluntarios de capital.

No obstante, la reestructuración de la deuda externa comporta dificultades y retos legales significativos, debido a la posible aparición de acreedores disidentes (*holdouts*) que decidan no adherirse al posible canje de instrumentos –bonos de deuda actual por títulos con nuevos términos y condiciones económicas y legales–.

El presente artículo pretende resumir los hallazgos realizados por una investigación reciente del IESA (ZAJA y ALFONZO, 2019) sobre el valor que asigna el mercado de inversores a ciertas cláusulas contractuales contenidas en los instrumentos de deuda de la República y de PDVSA, con especial énfasis en disposiciones destinadas al resguardo de los derechos de los acreedores –vale decir, *inter alia*, estipulaciones de acción colectiva (*collective action clauses*), de tratamiento equitativo (*pari passu*) y consagratorias de técnicas de consentimientos de salida (*exit consents*)–.

Por su actualidad, la deuda externa venezolana se erige como el caso de estudio por excelencia para el esclarecimiento de un dilema persistente en el campo de las finanzas: el valor que detentan las condiciones contractuales propuestas a los inversores en una emisión de deuda –soberana o corporativa–, vale decir, en qué grado influye la esfera jurídica –el entramado de derechos y obligaciones que orientarían la relación que se instituiría entre un emisor y sus potenciales acreedores– sobre la decisión del inversionista de adquirir un determinado bono.

Intuitivamente, parece razonable suponer que, al examinar una oportunidad de inversión en títulos de renta fija –soberanos o corporativos–, los potenciales inversionistas se enfoquen con particular detenimiento en las disposiciones contractuales que rigen el endeudamiento –además, por supuesto, de evaluar la posición o salud financiera del emisor– con el propósito de

estimar el riesgo asociado a su inversión y la confiabilidad o certeza del retorno que generaría. Más aún, el énfasis en las cláusulas contractuales que gobiernan a los títulos de deuda, bajo el referido análisis de riesgo conducido por los inversionistas, debería tornarse imprescindible toda vez que la apreciación generalizada del mercado no favorezca a su emisor, por la presunta insostenibilidad de la carga crediticia que debe satisfacer y el aparente estado de tensión financiera (*financial distress*) que atraviesa, lo cual le impondría la necesidad de emprender una reestructuración –como sucede actualmente con la deuda externa venezolana–.

La evidencia empírica –recopilada en escasos análisis de similar naturaleza conducidos en el pasado– indica que el mercado tiende a asignar un valor más elevado a los títulos de deuda puramente soberana frente a los emitidos por entidades estatales –como es el caso de PDVSA–. No obstante, a partir de una evaluación sucinta de los rendimientos históricos asociados a los bonos emitidos por la República y por PDVSA separadamente, es razonable afirmar que el mercado no parece valorar eficientemente ciertas cláusulas contractuales contempladas bajo los instrumentos de emisión de deuda que rigen a unos y otros, y que les distinguen notablemente.

## 1. Planteamiento. Enfoque de la investigación

En específico, el estudio abordado procura dilucidar empíricamente el valor que asigna el mercado de inversores a ciertas cláusulas contractuales previstas en los instrumentos de emisión de la deuda externa de Venezuela, a través de la aplicación de un modelo de regresión hedónico<sup>1</sup> de mínimos cuadrados ordinarios basado en datos susceptibles de medición y observación, y considerados determinantes del precio al que se comercializan los títulos de deuda emitidos por la República y por PDVSA. La construcción de un modelo que resulte estadísticamente representativo en la determinación

<sup>1</sup> La metodología hedónica sugiere que la cotización de un título de deuda deviene de la adición de sus respectivas características o atributos, *vid.* ROSEN, Sherwin: «*Hedonic Prices and Implicit Markets: Product Differentiation in Pure Competition*». En: *Journal of Political Economy*. Vol. 82, N.º 1. University of Chicago Press. Chicago, 1974, pp. 34 y ss.

de la correlación existente entre las variables cuyo comportamiento audita, persigue la constatación de ciertas ideas prestablecidas acerca de la percepción que mantienen los inversionistas frente a las referidas cláusulas contractuales. Además, el modelo teórico-explicativo planteado atiende al panorama que atraviesa actualmente Venezuela, la situación crediticia de la República y de PDVSA, así como a las características particulares de sus respectivos instrumentos de emisión. Asimismo, procura explicar la pauta exhibida por variables que inciden sobre la cotización de los títulos de deuda, a efectos de indagar en la posible relación de causalidad entre la existencia o ausencia de ciertas cláusulas contractuales de protección a los derechos de los acreedores, en los instrumentos de emisión de la deuda externa de Venezuela, y la valoración del mercado de inversores con respecto a los bonos originados de dichos instrumentos de emisión.

Por lo demás, es preciso destacar que el modelo recurre al método de los precios hedónicos, por cuanto este supone que la cotización de un bono es determinada por la adición de la significancia de sus respectivas características y demás variables exógenas que inciden sobre su cotización. Básicamente, los bonos se distinguen: i. según las disposiciones contractuales previstas en sus respectivos instrumentos de emisión –entiéndase, las CAC, estipulaciones facultativas de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*) y la cláusula *pari passu*–; ii. en virtud de variables asociadas a los atributos de los títulos de deuda *per se*, como el cupón, la fecha de vencimiento y el valor facial o nominal; iii. en función de variables relacionadas a la capacidad crediticia del emisor propiamente, lo cual abarca la calificación crediticia que le asignen las calificadoras de riesgo internacionales; y finalmente, iv. por la influencia que ejercen sobre los mismos ciertas variables asociadas al riesgo crediticio del mercado, como el rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América con vencimiento a diez años.

Intuitivamente, además, el estudio podría surtir importantes implicaciones sobre la teoría de la eficiencia de los mercados. En principio, la cotización –y el rendimiento– de los títulos de deuda debería capturar los diferentes grados de protección ofrecidos a los acreedores bajo unos u otros bonos, toda vez

que los instrumentos de emisión de la deuda externa de Venezuela, contentivos de las cláusulas que consagran tales protecciones, son públicos y, por consiguiente, constituyen información disponible para los inversionistas.

## 2. Fases de la investigación

A continuación se describen las tres fases básicas sobre las que se erige la investigación:

### *2.1. Identificación de los títulos de deuda que integran la deuda externa de Venezuela*

Ante todo, se identificaron los instrumentos de emisión de los títulos de deuda que integran la deuda externa de Venezuela emitidos con posterioridad al 4 de enero de 2010 y vigentes al 19 de junio de 2019 –por tratarse de la fecha fijada para la corrida del modelo de regresión–, denominados en dólares de los Estados Unidos de América y sometidos a la legislación del Estado de Nueva York, Estados Unidos de América. En total, se distinguieron trece bonos emitidos por la República y once títulos de deuda emanados de PDVSA que portaban los atributos relevantes descritos.

### *2.2. Clasificación de las variables incorporadas al modelo de regresión*

Tras diferenciar los 24 títulos de deuda que serían objeto de análisis a través del modelo de regresión, se optó por excluir el título de deuda emitido por PDVSA al final de 2016 PDVSA por US\$ 3 367 529 000, cupón 8,50 % y vencimiento en 2020.

El bono de PDVSA con vencimiento en 2020 resultó de la oferta de canje efectuada por la estatal petrolera durante el último trimestre de 2016 y, a diferencia del resto de los títulos de deuda emitidos por la República y por PDVSA, cuenta con una garantía –o colateral– sobre el porcentaje mayoritario del capital accionario de CITGO Holdings, Inc. La inclusión del bono en la muestra del modelo de regresión podría distorsionar los resultados que arroje, pues, precisamente en virtud de la garantía que ofrece a los acreedores ante su

eventual incumplimiento, se ha comercializado por un precio considerablemente superior al importe del resto de los títulos de deuda bajo análisis y, además, es el único título de deuda emitido por la República o por PDVSA bajo el cual no se ha incurrido en un evento de incumplimiento (*event of default*).

Así pues, una vez definido el número concreto de títulos de deuda que se incorporarían al estudio –23 en total–, se procedió a la recopilación de los datos asociados a las variables consideradas determinantes sobre su cotización, las cuales se describen de inmediato:

### 2.2.1. Cláusulas contractuales

En general, la designación de las cláusulas contempladas en los instrumentos de emisión suscritos por la República y por PDVSA –de los que emanan sus respectivos bonos–, que serían evaluadas bajo la lupa del modelo de regresión, atendió a la capacidad de tales disposiciones contractuales de expandir –o contraer– el acervo de derechos que asisten a los acreedores frente a una eventual reestructuración de la deuda externa de Venezuela, bien sea por definir la capacidad de los acreedores para oponerse o rechazarla, al establecer el umbral de participación (*voting threshold*) mínimo requerido para alterar los términos de pago (*payment terms*) u otras condiciones menos relevantes previstas en los instrumentos de emisión –es decir, las CAC o las estipulaciones que permiten la aplicación de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*)–, o al aportar argumentos al acreedor disidente (*holdout*) para sustentar la ejecución forzosa de su acreencia tras la reestructuración (entiéndase, la cláusula *pari passu*). De inmediato, se describe brevemente cómo se distribuyen y conciben las referidas cláusulas en los instrumentos de emisión de la deuda externa de Venezuela:

i. Enmienda de los términos de pago (*payment terms*) a través de las CAC. Las CAC permiten la modificación de los términos de pago (*payment terms*) bajo ciertas condiciones. Los instrumentos de emisión de la República suscritos con anterioridad a 2003 carecen de las CAC y establecen que la modificación de sus respectivos términos de pago (*payment terms*) debe contar con la aprobación unánime de los acreedores. En cambio, los instrumentos de emisión

de la República posteriores a 2003 incorporan las CAC y prevén un umbral de aprobación (*voting threshold*) para la modificación de sus respectivos términos de pago (*payment terms*) que exige la anuencia de un número de bonistas que representen el 85 % o el 75 % del capital pendiente de pago, según el bono de que se trate. Por su parte, los instrumentos de emisión de PDVSA no contienen las CAC y no admiten la alteración de los términos de pago (*payment terms*), sino únicamente con la aprobación unánime de los acreedores.

A efectos del modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios, se confiere un tratamiento igualitario a los títulos de deuda de la República y de PDVSA cuyos instrumentos de emisión carecen de las CAC, con una muestra total de once bonos. Los títulos de deuda restantes se dividen en función del umbral de aprobación (*voting threshold*) requerido para la procedencia de las CAC en:

- i. CAC de 85 %, con un único título de deuda emitido por la República, y
- ii. CAC de 75 %, con once títulos de deuda emitidos igualmente por la República.

En virtud de la robusta protección que confiere a los acreedores la inexistencia de las CAC en los instrumentos de emisión suscritos por la República –con anterioridad a 2003– y por PDVSA y, específicamente, el requerimiento de una adhesión unánime por los tenedores de esos bonos a un eventual programa de reestructuración para su procedencia, es sensato inferir que los inversores demanden un rendimiento inferior de dichos títulos de deuda, en comparación con el resto, bajo los cuales podría imponérsese forzosamente esa posible reestructuración a los acreedores disidentes (*holdouts*) si un grupo –aún significativo, pero menor– de bonistas lo aprueba.

ii. Cláusula facultativa de la enmienda de términos financieros no clave (*non-key financial terms*) por medio de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*)

Los trece instrumentos de emisión suscritos por la República establecen que cualesquiera de sus cláusulas –distintas a las contentivas de términos de pago (*payment terms*)– pueden enmendarse con el consentimiento de un número de bonistas que represente a dos terceras partes del capital pendiente de pago bajo cada bono. Por su parte, los diez instrumentos de emisión de PDVSA, toleran la

modificación de dichos términos con la aprobación de un número de acreedores equivalente al 50 % de su capital pendiente de pago. En vista de que los títulos de deuda de la República consagran un umbral de aprobación (*voting threshold*) superior y, en consecuencia, sería más difícil reunir a los acreedores necesarios para enmendar los términos y condiciones originalmente acordados a través de la táctica de consentimientos de salida (*exit consents*), tales bonos deberían exhibir una cotización más elevada —y brindar un rendimiento inferior— que los de PDVSA.

### iii. Cláusula *pari passu*

En sus respectivos instrumentos de emisión, todos los títulos de deuda sometidos a evaluación a través del modelo de regresión contemplan una cláusula *pari passu* en términos relativamente similares, distinguidas únicamente por ciertas sutilezas en la formulación de las referidas cláusulas en unos y otros instrumentos de emisión. De los 23 títulos de deuda que configuran la deuda externa de Venezuela —según la definición atribuida a esa expresión en el presente estudio—, 12, emitidos exclusivamente por la República, contemplan la cláusula *pari passu* redactada bajo la modalidad previa a 2003 (en lo sucesivo denominada la «cláusula *pari passu* pre-2003»). En cambio, los demás bonos —los restantes 11—, emitidos separadamente por la República y por PDVSA, incorporan la estipulación en la versión ajustada con posterioridad a 2003 (en lo sucesivo denominada la «cláusula *pari passu* post-2003»).

La cláusula *pari passu* pre-2003 es, de acuerdo a los precedentes jurisprudenciales asentados en los casos *Elliott Associates, L.P. vs. el Banco de la Nación de la República del Perú* y *NML vs. la República de Argentina*, dirimidos por las cortes de Bruselas, Reino de Bélgica y del Estado de Nueva York, Estados Unidos de América, respectivamente, más útil a la hora de ejecutar forzosamente los derechos de que gozan los acreedores bajo los títulos de deuda. Por consiguiente, los bonos de la República emitidos con anterioridad a 2003 deberían exhibir una cotización más elevada a la del resto, incluidos los bonos circulados por PDVSA, en atención a la presunción de que el mercado de inversores, en efecto, asigna un valor superior a los mejores derechos o protecciones que puedan conferirle los instrumentos de emisión.



La tabla N.º 1, propuesta seguidamente, identifica la combinación de cláusulas contractuales relevantes a la ejecución del modelo de regresión prevista bajo los instrumentos de emisión de cada uno de los títulos de deuda emitidos por la República y por PDVSA.

**Tabla N.º 1: Combinación de cláusulas contractuales prevista en los bonos emitidos por la República y por PDVSA**

Bono	CAC	Estipulación facultativa de la estrategia de <i>exit consents</i>	Cláusula <i>pari passu</i>
PDVSA 5 1/4 04/12/17	No	50 %	Pre-2003
PDVSA 8 1/2 11/02/17	No	50 %	Pre-2003
PDVSA 9 11/17/21	No	50 %	Pre-2003
PDVSA 12 3/4 02/17/22	No	50 %	Pre-2003
PDVSA 6 10/28/2022	No	50 %	Pre-2003
PDVSA 6 05/16/24	No	50 %	Pre-2003
PDVSA 6 11/15/26	No	50 %	Pre-2003
PDVSA 5 3/8 04/12/27	No	50 %	Pre-2003
PDVSA 9 3/4 05/17/35	No	50 %	Pre-2003
PDVSA 5 1/2 04/12/37	No	50 %	Pre-2003
VENZ 5 3/4 02/26/16	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 7 3/4 10/13/19	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 6 12/09/20	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 12 3/4 08/23/22	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 9 05/07/23	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 8 1/4 10/13/24	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 7 13/20 04/21/25	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 11 3/4 10/21/26	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 9 1/4 09/15/27	100 %	66,67 %	Pre-2003
VENZ 9 1/4 05/07/28	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 11 19/20 08/05/31	75 %	66,67 %	Post-2003
VENZ 9 3/8 01/13/34	85 %	66,67 %	Pre-2003
VENZ 7 03/31/38	75 %	66,67 %	Post-2003

Fuente: Bloomberg

### 2.2.2. Variables de control

Las variables de control son características, atributos, valores numéricos o cantidades que permanecen constantes en un modelo de regresión, con el propósito de diagnosticar más fielmente la correlación que existe entre las variables dependientes e independientes y probar en definitiva la hipótesis nula. Seguidamente se enumeran las variables de control introducidas en el modelo de regresión ejecutado:

#### i. Variables asociadas a las características propias de los bonos

a. Valor facial: El valor facial de los títulos de deuda influye significativamente sobre su rendimiento, pues, según los hallazgos de GALLIANI, PETRELLA y RESTI (2014), dicha variable revela una correlación negativa con su índice de iliquidez. En tal sentido, a medida que el bono refleja un valor facial más elevado, su grado de iliquidez debería ser inferior. Asimismo, es razonable suponer que los inversionistas exijan un menor rendimiento a los títulos de deuda que exhiban una liquidez superior.

b. Tasa de interés o cupón: Es natural presumir que un título de deuda con un pago por concepto de intereses dado se comercializaría por un precio más elevado que otro cuyo cupón sea inferior, de ahí que la tasa de interés de los títulos de deuda sea relevante al análisis conducido.

Adicionalmente, si dos títulos de deuda ofrecen un cupón distinto, *ceteris paribus*, se esperaría que un aumento del rendimiento inherente al mercado —equivalente a la tasa libre de riesgo representada por el tipo de interés asociado a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a diez años, como se explicará posteriormente— afecte con mayor intensidad al bono cuyo cupón es más bajo. En efecto, si bien la cotización de ambos bonos resultaría perjudicada, tal impacto sería más notorio en el caso del bono que exhiba la tasa de interés inferior. Así pues, el riesgo atribuido a los títulos de deuda que ofrezcan un cupón menor será más elevado en razón de las eventuales fluctuaciones que pueda manifestar el rendimiento libre de riesgo que brinda el mercado (SEC, 2013).

c. Vencimiento residual (*residual maturity*): El vencimiento residual alude al plazo restante para el vencimiento del bono. Es lógico suponer que, mientras el vencimiento residual o lapso faltante para el vencimiento del título de deuda sea mayor, el bono estaría expuesto a una volatilidad superior –y los inversionistas le exigirían un rendimiento más elevado–, por cuanto el bono estaría sometido a las posibles fluctuaciones que experimente la tasa de interés libre de riesgo –representada por el tipo de interés asociado a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a diez años– por un periodo más prolongado (SEC, 2013).

d. Modalidad de pago: Los títulos de deuda que conforman la deuda externa de Venezuela se distinguen entre sí por la fórmula que adoptan sus respectivos instrumentos de deuda para la ejecución de los pagos de capital (*principal*) correspondientes, en atención a la cual se clasifican en bonos amortizables regularmente (*sinkable bonds*) y bonos de pago exclusivo al vencimiento (*bullet bonds*).

Los bonos amortizables regularmente (*sinkable bonds*), son emitidos en paralelo a la constitución de un fondo de amortización (*sinking fund*) que funge como depositario de los recursos que se destinarían al pago del capital (*principal*) y se encargaría de ejecutar amortizaciones anticipadas de capital (*principal*) en fechas predeterminadas. Por el contrario, bajo los bonos de pago exclusivo al vencimiento (*bullet bonds*), el capital (*principal*) es cancelado íntegramente a su vencimiento (BARDOZZETTI y DOTTORI, 2013), de modo tal que podrían considerarse expuestos a un grado de riesgo superior.

El fondo de amortización (*sinking fund*) creado bajo los bonos amortizables regularmente (*sinkable bonds*), así como los pagos prematuros que contemplan, representan una suerte de garantía de pago para los acreedores, interpretable como una mitigación del riesgo al cual, en definitiva, se someten. Así pues, es sensato presumir que los bonos amortizables regularmente (*sinkable bonds*) se comercializarían a un precio superior que el resto y, en consecuencia, ofrezcan un rendimiento inferior a los inversores.

De los 23 títulos de deuda evaluados a través del modelo de regresión, nueve son bonos amortizables regularmente (*sinkable bonds*), mientras que los 14 restantes son bonos de pago exclusivo al vencimiento (*bullet bonds*).

La tabla N.º 2, propuesta a continuación, describe las características básicas de los títulos de deuda emitidos por la República y por PDVSA sometidos a evaluación bajo el modelo de regresión ejecutado.

**Tabla N.º 2: Características básicas de los bonos evaluados bajo el modelo de regresión**

Bono	Vencimiento	Valor facial	Cupón	Modalidad de pago
PDVSA 5 1/4 04/12/17	12-04-17	\$ 3 000 000 000	5,25 %	Al vencimiento
PDVSA 8 1/2 11/02/17	02-11-17	\$ 6 150 000 000	8,50 %	Amortizable
PDVSA 9 11/17/21	17-11-21	\$ 2 394 239 600	9 %	Amortizable
PDVSA 12 3/4 02/17/22	17-02-22	\$ 3 000 000 000	12,75 %	Amortizable
PDVSA 6 10/28/2022	28-10-22	\$ 3 000 000 000	6 %	Amortizable
PDVSA 6 05/16/24	16-05-24	\$ 5 000 000 000	6 %	Amortizable
PDVSA 6 11/15/26	15-11-26	\$ 4 500 000 000	6 %	Amortizable
PDVSA 5 3/8 04/12/27	12-04-27	\$ 3 000 000 000	5,375 %	Al vencimiento
PDVSA 9 3/4 05/17/35	17-05-35	\$ 3 000 000 000	9,75 %	Amortizable
PDVSA 5 1/2 04/12/37	12-04-37	\$ 1 500 000 000	5,50 %	Al vencimiento
VENZ 5 3/4 02/26/16	26-02-16	\$ 1 500 057 000	5,75 %	Al vencimiento
VENZ 7 3/4 10/13/19	13-10-19	\$ 2 495 963 000	7,75 %	Al vencimiento
VENZ 6 12/09/20	09-12-20	\$ 1 500 057 000	6 %	Al vencimiento
VENZ 12 3/4 08/23/22	23-08-22	\$ 3 000 000 000	12,75 %	Amortizables
VENZ 9 05/07/23	07-05-23	\$ 2 000 000 000	9 %	Al vencimiento
VENZ 8 1/4 10/13/24	13-10-24	\$ 2 495 963 000	8,25 %	Al vencimiento
VENZ 7 13/20 04/21/25	21-04-25	\$ 1 599 817 000	7,65 %	Al vencimiento
VENZ 11 3/4 10/21/26	21-10-26	\$ 3 000 000 000	11,75 %	Al vencimiento
VENZ 9 1/4 09/15/27	15-09-27	\$ 4 000 000 000	9,25 %	Al vencimiento
VENZ 9 1/4 05/07/28	07-05-28	\$ 2 000 000 000	9,25 %	Al vencimiento

VENZ 11 19/20 08/05/31	05-08-31	\$ 4 200 000 000	11,95 %	Amortizable
VENZ 9 3/8 01/13/34	13-01-34	\$ 1 500 000 000	9,375 %	Al vencimiento
VENZ 7 03/31/38	31-03-38	\$ 1 250 003 000	7 %	Al vencimiento

Fuente: Bloomberg

## ii. Variables asociadas a la capacidad crediticia del emisor

a. Calificación crediticia: En el caso de los títulos de deuda emitidos por la República, la variable calificación crediticia se construye según un promedio de la calificación asignada por las calificadoras de riesgo S&P Global Inc., Fitch Ratings Inc. y Moody's Investors Service Inc., a las cuales se les atribuye un valor numérico desde 14, equivalente a la calificación B+<sup>2</sup>, a 23, que representa SD (es decir, incumplimiento selectivo o *selective default*)<sup>3</sup>. En cambio, por lo que respecta a los bonos emanados de PDVSA, la variable se confeccionó en función del promedio de la calificación asignada únicamente por S&P Global Inc. y Fitch Ratings Inc.<sup>4</sup>, con valores desde el 14, nuevamente B+<sup>5</sup>, hasta 23 ½ por SD. Lógicamente, a medida que la calificación crediticia empeore, el precio de comercialización de los títulos de deuda caería, habida cuenta que los inversores exigirían un rendimiento más elevado por el riesgo que asumirían.

<sup>2</sup> La mejor calificación crediticia que ha sido asignada a los títulos de deuda de la República desde 2010 es B+.

<sup>3</sup> Calificación crediticia asignada cuando la calificadora de riesgo estima que el emisor decide, entre sus diversas obligaciones de deuda, cuáles cumplir y cuáles incumplir, lo que supone una discriminación de unos acreedores sobre otros.

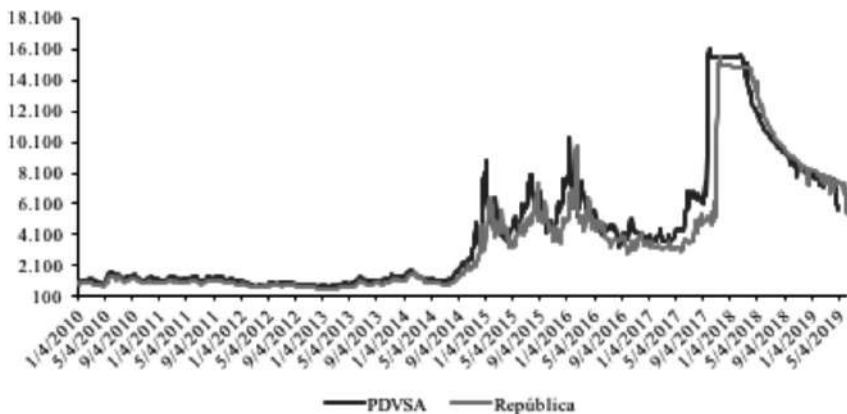
<sup>4</sup> No se incluye la calificadora de riesgo Moody's Investors Service Inc. debido a que ésta optó por no reportar la calificación crediticia de la República y de PDVSA a partir de 2007. Según la política de la calificadora, el retiro de la calificación crediticia se justifica en que el emisor se encuentra en estado de quiebra, en proceso de liquidación o conduce una restructuración de su deuda (Moody's Investor Services Inc., 2018).

<sup>5</sup> La mejor calificación crediticia que ha sido asignada a los títulos de deuda PDVSA desde 2010 es B+.

b. Permutas de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*): La permuta de incumplimiento crediticio (*credit default swap*, en lo sucesivo denominada CDS por sus siglas en inglés) es un derivado financiero que cubre a su titular del riesgo que asume –por ejemplo, bajo un título de deuda– del potencial incumplimiento (*default*) en que pueda incurrir su emisor. La cotización de los CDS puede influir significativamente sobre el precio al que se comercializan los títulos de deuda de cuyo incumplimiento (*default*) protegen al inversor y expandir la liquidez de dichos bonos (SHIM y ZHU, 2010). Conforme a BERMAN (2006), el precio de comercialización de los CDS es una aproximación adecuada a la apreciación del mercado acerca el riesgo crediticio del emisor, de ahí que se incorpore al modelo de regresión ejecutado.

De lo anterior se colige que, a medida que la cotización de los CDS aumenta, el precio de los títulos de deuda que subyacen disminuye y comportan un rendimiento más elevado. Con respecto al riesgo crediticio de la República y de PDVSA, seguidamente se ofrece una representación gráfica que recoge el comportamiento exhibido por el precio de los CDS vinculados a los bonos que conforman la deuda externa de Venezuela desde 2010:

**Cotización de los CDSs asociados a los bonos emitidos por la República y por PDVSA**  
(Expresado en dólares de los Estados Unidos de América)



Fuente: Markit

En atención a la notoria correlación existente entre la cotización de los CDS y la calificación crediticia –que excede el 90 %–, se optó por excluir esta última del modelo de regresión, pues se estima que el precio de los CDS captura en mejor medida la información conocida por los inversionistas. Como sustento adicional a la decisión de excluir la referida variable, vale destacar que la calificación crediticia no recoge inmediata y directamente la apreciación de los inversores, sino que depende del criterio formado por las calificadoras de riesgo con base en una serie de factores que sustentan su labor.

### iii. Variables asociadas al riesgo crediticio del mercado

a. Rendimiento ofrecido por los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América con vencimiento a diez años: Es considerado ampliamente como la tasa libre de riesgo del mercado de valores de los Estados Unidos de América, precisamente por tratarse de obligaciones emitidas por los Estados Unidos de América denominadas en la moneda de curso legal de ese país (es decir, el dólar de los Estados Unidos de América), de ahí que su riesgo de incumplimiento sea prácticamente nulo. Frente a un incremento del rendimiento de los referidos títulos de deuda, es razonable presumir que la cotización de los bonos que componen la deuda externa de Venezuela caería y su rendimiento aumentaría.

b. Índice de volatilidad de la Junta de la Bolsa de Opciones de Chicago (*Chicago Board Options Exchange* o CBOE por sus siglas en inglés): Distinguido con el *ticker* VIX, es un indicador actualizado que captura la apreciación de los inversores acerca de la volatilidad del mercado bursátil para los próximos 30 días, estimado a partir del precio de las opciones celebradas sobre el índice Standard and Poor's 500 (en lo sucesivo denominado S&P 500) (Investopedia, 2019). Un VIX ascendente alude a una creciente volatilidad en el mercado financiero (SHIM y ZHU, 2010), lo cual, a su vez, debería afectar la cotización de los bonos que integran la deuda externa de Venezuela –y su rendimiento–.

c. Diferencial existente entre el rendimiento ofrecido por los bonos corporativos de los Estados Unidos de América calificados BBB y los bonos

calificados AAA: El diferencial existente entre los bonos corporativos que gozan de una calificación crediticia BBB y los bonos calificados como AAA, todos emitidos por entidades privadas constituidas en los Estados Unidos de América (en lo sucesivo denominado el diferencial BBB-AAA) (en el caso que nos atañe, son los bonos puestos en circulación por Bank of America Merryll Lynch), es ampliamente entendido como la prima de riesgo crediticia (*credit risk premium*) del mercado bursátil estadounidense. La prima de riesgo crediticia (*credit risk premium*) se interpreta como el retorno adicional que exigen los inversionistas en razón de las pérdidas crediticias inesperadas. En consecuencia, la ampliación del diferencial existente entre ambas cestas de bonos podría asociarse a un aumento del riesgo generalizado de incumplimiento (*default*) (THOMPSON y JESSOP, 2018).

### 3. Análisis de hallazgos

Al examinar el p-valor de las disposiciones contractuales, tanto i. el umbral de aprobación (*voting threshold*) requerido para la enmienda de los términos de pago (*payment terms*) (es decir, CAC), como ii. el umbral de aprobación (*voting threshold*) fijado para la alteración de términos financieros no clave (*non-key financial terms*) –vale decir, la estipulación que permite la ejecución de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*)– y iii. la cláusula *pari passu*, reportan un elevado grado de significancia en la explicación del modelo de regresión y, en consecuencia, son representativas para dilucidar la hipótesis nula.

Igualmente, las variables asociadas a la capacidad crediticia del emisor –entiéndase, la cotización de los CDS–, así como las variables vinculadas al mercado (es decir, el rendimiento ofrecido por los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a diez años, el VIX y el diferencial BBB-AAA), son significativas en la explicación del modelo de regresión. Asimismo, las variables específicas de cada título de deuda –a saber, las que aluden a las características propias de cada bono, como el valor facial, la tasa de interés o cupón y su vencimiento residual– son significativas para explicar el modelo. En cambio, la variable concerniente a la modalidad o fórmula de pago



prevista en cada título de deuda –en función de la cual se dividen en bonos amortizables regularmente (*sinkable bonds*) y bonos de pago exclusivo al vencimiento (*bullet bonds*)– no es significativa, toda vez que arroja un  $p >$  igual a 0,345.

A partir del coeficiente atribuido a las variables en cuestión, es posible determinar el efecto que estas surten sobre el rendimiento medio (*mid-yield*) de los títulos de deuda. La inexistencia de las CAC –entiéndase, la exigencia de aprobación por la totalidad de los acreedores de cualesquiera enmiendas sobre los términos de pago (*payment terms*) que se propongan– arroja un coeficiente negativo, lo que sugiere que los títulos de deuda que exijan la autorización unánime de los bonistas para efectuar un cambio sobre los términos de pago (*payment terms*) ofrecerán un menor rendimiento medio (*mid-yield*) y, por supuesto, un precio superior.

De lo anterior se colige que, en el supuesto contrario –a saber, en lo concerniente a los bonos cuyos instrumentos de emisión contemplan CAC que operan con la anuencia de un número de acreedores que represente el 75 % o 85 % del capital pendiente de pago– los títulos de deuda brindarán un rendimiento medio (*mid-yield*) superior y, claramente, se comercializarán por un precio más bajo. Los resultados registrados con relación al umbral de aprobación (*voting threshold*) fijado para la enmienda de los términos de pago (*payment terms*) (es decir, la presencia o ausencia de las CAC en los instrumentos de emisión) ratifican la presunción que se mantenía antes de ejecutar el modelo de regresión, según la cual los inversores perciben un riesgo superior en la existencia de las CAC –al contrastarlo con la aprobación unánime requerida bajo los instrumentos de emisión que carecen de las CAC– frente a una posible reestructuración, de ahí que exijan un rendimiento más atractivo a los títulos de deuda cuyos instrumentos de emisión permiten la actuación colectiva de los bonistas y la imposición forzosa (*cram-down*) por estos, a los potenciales acreedores disidentes (*holdouts*), de los nuevos términos de pago (*payment terms*) que puedan acordar con la República o PDVSA en el marco de esa eventual reestructuración.

El umbral de aprobación (*voting threshold*) previsto para la modificación de los términos financieros no clave (*non-key financial terms*) –que permite la implementación de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*)– reveló igualmente un coeficiente negativo, lo que indica que los títulos de deuda cuyos instrumentos de emisión exigen la autorización de un número de acreedores que represente el 50 % del capital pendiente de pago para la alteración de los términos financieros no clave (*non-key financial terms*), tienden a ofrecer un rendimiento medio (*mid-yield*) menor y un precio más elevado en comparación con aquellos bonos cuyos instrumentos de emisión exijan el consentimiento de un grupo de acreedores que equivalga a dos tercios del capital pendiente de pago para acordar tal enmienda, los cuales generan un rendimiento medio (*mid-yield*) mayor y se cotizan por un precio inferior.

Ciertamente, el resultado obtenido en lo relativo a la cláusula facultativa de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*) es contraintuitivo, pues es lógico suponer que los inversores se expondrían a un riesgo inferior si los instrumentos de emisión de los títulos de deuda contemplaren un umbral de aprobación (*voting threshold*) más elevado para la alteración de las condiciones pactadas originalmente. El comportamiento atípico que se evidencia particularmente en relación con la variable comentada podría explicarse en la circunstancia fáctica de que PDVSA cuenta con numerosos activos en el extranjero que podrían ser ejecutados forzosamente por sus acreedores. Además, en principio, PDVSA no goza de las prerrogativas que aplican en el caso de la República frente a reclamaciones intentadas en su contra ante tribunales foráneos<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Al respecto, conviene recordar que los instrumentos de emisión de los títulos de deuda de PDVSA prevén un umbral de aprobación (*voting threshold*) de 50 % para la enmienda de los términos financieros no clave (*non-key financial terms*), mientras que los instrumentos de emisión suscritos por la República consagran, a tal efecto, un umbral de aprobación (*voting threshold*) de dos tercios. Vale destacar que, en ese sentido, la clasificación de los títulos de deuda en función del umbral de aprobación (*voting threshold*) definido para la enmienda de los términos financieros no clave (*non-key financial terms*) coincide con la simple división de los bonos según su emisor.

Por lo demás, la variable dicotómica asociada a la cláusula *pari passu* pre-2003 arrojó un coeficiente positivo, lo que supone que los títulos de deuda cuyos instrumentos de emisión la adoptan se comercializan por un precio inferior y, en tal sentido, ofrecen un rendimiento medio (*mid-yield*) mayor a los inversores. Los bonos originados de instrumentos de emisión que contemplan la cláusula *pari passu* post-2003, en cambio, exhiben una cotización superior y un rendimiento medio (*mid-yield*) más bajo. Tales resultados desvirtúan la suposición conforme a la cual el mercado de inversores asignaría un valor superior a los títulos de deuda cuyos instrumentos de emisión acogieran la cláusula *pari passu* pre-2003, en razón de que la misma resultaría más útil en un escenario de ejecución forzosa de los derechos conferidos a los acreedores bajo los bonos y de que permite al acreedor disidente (*holdout*) interferir más eficazmente en la relación que se configura entre el emisor y los bonistas que han optado por adherirse al programa de reestructuración, como demostraron los casos *Elliott Associates L.P. vs. el Banco de la Nación de la República del Perú* y *NML vs. la República de Argentina*, dirimidos por las cortes de Bruselas, Reino de Bélgica y del Estado de Nueva York, Estados Unidos de América, respectivamente.

En efecto, al igual que en el caso de la disposición contractual consagratoria de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*) y su respectivo umbral de aprobación (*voting threshold*) –cuyos resultados bajo el modelo ejecutado fueron comentados previamente–, la conclusión que se desprende de la regresión con respecto a la cláusula *pari passu* reta a la intuición. La inusual respuesta del mercado de inversores frente a la cláusula *pari passu* pre-2003 puede devenir de circunstancias fácticas asociadas a la naturaleza de cada emisor, pues esta quedó plasmada únicamente en los instrumentos de emisión de los títulos de deuda de la República suscritos antes de 2003, o porque los inversionistas no son todavía capaces de apreciar las diferencias existentes entre la cláusula *pari passu* pre-2003 y la cláusula *pari passu* post-2003 a las que alude la doctrina y que fueron reconocidas en los referidos fallos judiciales (recuérdese que, esencialmente, las cláusulas se distinguen por ciertas sutilezas en su redacción), condición que podría cambiar a medida que fondos de inversión más sofisticados –y especializados en deuda

contraída por emisores que atraviesan una situación de tensión financiera (*financial distress*) (*distressed debt funds*)— se interesen por los títulos de deuda que componen la deuda externa de Venezuela.

No obstante lo anterior, es menester señalar que los bonos de la República cuyos instrumentos de emisión estipulan un umbral de aprobación (*voting threshold*) de 100 % para la alteración de los términos de pago (*payment terms*) a través de las CAC, son los mismos que incorporan la cláusula *pari passu* pre-2003, de modo tal que, al considerarlas en conjunto, el mercado de inversores revela una preferencia por dicha combinación de disposiciones contractuales y, en consecuencia, tiende a exigirle un rendimiento medio (*mid-yield*) inferior a los bonos que la contemplan.

La variable asociada a la capacidad crediticia del emisor —es decir, el precio de comercialización de los CDS— manifestó un coeficiente positivo, lo que implica que, a medida que la cotización de los CDS aumenta, los inversores exigen un rendimiento medio (*mid-yield*) mayor a los títulos de deuda emitidos por la República y por PDVSA. Efectivamente, la correlación positiva observada entre la cotización de los CDS y el rendimiento de los bonos que componen la deuda externa de Venezuela era predecible, habida cuenta que un incremento en el precio de los CDS que cubren a dichos bonos se traduce en una ampliación del riesgo al que se expondrían los inversores de adquirir una porción de ese endeudamiento, lo que, a su vez, les impulsa a demandar un rendimiento más atractivo.

Las variables asociadas al mercado, por su parte, reflejan un coeficiente positivo, lo que indica que cualesquiera variaciones que puedan experimentar empujarán en el mismo sentido al rendimiento medio (*mid-yield*) ofrecido por los bonos que integran la deuda externa de Venezuela. A título ilustrativo, a partir de un crecimiento del VIX —interpretado ampliamente como una expansión de la volatilidad y del riesgo presentes en el mercado—, los inversores exigirían un rendimiento medio (*mid-yield*) más elevado de los títulos de deuda emitidos por la República y por PDVSA. Al igual que en el caso de la variable asociada a la capacidad crediticia del emisor (es decir, la cotización de los CDS), descrito anteriormente, era de esperarse que el rendimiento medio (*mid-yield*)

de los títulos de deuda bajo análisis reaccionare como lo hizo ante fluctuaciones de las variables vinculadas al mercado, básicamente debido al riesgo que asumen los inversores.

Con respecto a las variables específicas de cada bono: i. el valor facial arrojó un coeficiente negativo, ii. la tasa de interés o cupón reveló un coeficiente positivo, iii. la modalidad o fórmula de pago representada por el bono de pago exclusivo al vencimiento (*bullet bond*) reflejó un coeficiente positivo, y iv. el vencimiento residual manifestó un coeficiente negativo. A continuación, se describen brevemente las implicaciones de los coeficientes reconocidos a cada variable bajo el modelo de regresión ejecutado:

i. Valor facial o nominal: En principio, un título de deuda con un valor facial elevado es sinónimo de liquidez, de ahí que la percepción sobre el riesgo asociado al bono sea menor y, en consecuencia, los inversionistas exijan un rendimiento medio (*mid-yield*) inferior.

ii. Tasa de interés o cupón: Los títulos de deuda que exhiben un cupón más elevado comportan un rendimiento medio (*mid-yield*) superior para los inversionistas.

iii. Modalidad o fórmula de pago: En virtud del riesgo superior al que se expone, el inversionista exige un rendimiento medio (*mid-yield*) más elevado de los títulos de deuda emitidos por la República y por PDVSA que prevén un pago de capital único al vencimiento –bono de pago exclusivo al vencimiento (*bullet bond*)–, en comparación con el rendimiento medio (*mid-yield*) que demanda de los bonos amortizables regularmente (*sinkable bonds*). Sin embargo, si bien el comportamiento evidenciado bajo el modelo de regresión coincide con la presunción mantenida acerca de la relación existente entre la variable mencionada y el rendimiento medio (*mid-yield*) de los bonos en cuestión, como se señaló anteriormente, esta variable no es significativa, de modo tal que, a partir del resultado obtenido, no es posible concluir que la misma afecta al rendimiento medio (*mid-yield*) brindado por los bonos que integran la deuda externa de Venezuela en los términos descritos.

iv. Vencimiento residual: Efectivamente, a medida que transcurren los días y se acorta el lapso restante para el vencimiento de los títulos de deuda, el rendimiento exigido por los inversores es superior.

En líneas generales, dado que el rendimiento medio (*mid-yield*) de los títulos de deuda que conforman la deuda externa de Venezuela es explicado en un 88 % por el modelo de regresión, y debido a que el promedio de las multicolinealidades de las variables independientes asciende a 4,02<sup>7</sup>, se colige que los hallazgos antes expuestos son significativos para la muestra bajo las condiciones planteadas en el presente estudio.

Por último, se procedió a la división de los datos en función de las distintas calificaciones crediticias asignadas a la República y a PDVSA desde 4 de enero de 2010 y hasta el 19 de junio de 2019, a efectos de ejecutar ciertas regresiones adicionales que permitieren verificar si las cláusulas contractuales sometidas a análisis en el presente estudio adquirirían más relevancia, según el rendimiento medio (*mid-yield*) de los títulos de deuda cuyos instrumentos de emisión las contemplan, a medida que se acercaba la fecha en que, en definitiva, la República y PDVSA incurrieron en un incumplimiento de su obligación de pago (*payment default*) bajo uno de sus respectivos bonos. Así las cosas, se ejecutaron tres regresiones, a saber: i. una primera regresión con 4594 datos originados durante el periodo en el cual la calificación crediticia de la República y de PDVSA osciló entre B y B+; ii. una segunda regresión con 3302 datos comprendidos en el lapso en que la calificación crediticia se ubicó entre CCC+ a C; y, por último, iii. una tercera regresión con los 831 datos restantes, reportados con posterioridad a la ocurrencia del incumplimiento de las obligaciones de pago (*payment default*) y mientras la calificación crediticia de ambos emisores alcanzó su punto más bajo, bien sea D (*default*) o SD (*selective default*).

Los resultados obtenidos a partir de las regresiones adicionales ejecutadas sugieren que, efectivamente, a medida que el escenario de incumplimiento

<sup>7</sup> Valor calculado a través del comando *estat vif* del programa *Stata*, que determina las multicolinealidades de cada una de las variables previstas en una regresión.

(*default*) se aproximaba, la gran mayoría de las variables abarcadas por el modelo pierden significancia para probar la hipótesis propuesta, tal como la variable referida a la cláusula contractual facultativa de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*). No obstante, particularmente en las dos primeras regresiones, se percibió una tendencia del mercado de inversores a exigir un rendimiento medio (*mid-yield*) inferior de los títulos de deuda cuyos instrumentos de emisión carecen de las CAC –o requieren la aprobación unánime de los bonistas para la alteración de los términos de pago (*payment terms*) y prevén la cláusula *pari passu* pre-2003, particularmente los bonos emitidos por la República con anterioridad a 2003–.

Los coeficientes de determinación para estas regresiones fluctúan entre 81 % y 85 % y el promedio de la multicolinealidad de las variables se sitúa entre 3,92 y 4,32, razones por las cuales se considera que las tres regresiones son significativas para determinar el rendimiento medio (*mid-yield*) de los títulos de deuda que componen la deuda externa de Venezuela.

## Conclusiones

El sector público venezolano no goza de la capacidad para afrontar íntegra y oportunamente la carga crediticia que contrajo durante las últimas dos décadas. La insostenibilidad de la deuda externa de Venezuela quedó en evidencia durante el mes de noviembre de 2017, cuando ambos emisores (es decir la República y PDVSA) infringieron las estipulaciones consagradas en uno de sus respectivos instrumentos de emisión, al fracasar –cada una, separadamente– en el cumplimiento de su obligación de pago oportuno de intereses dentro del periodo de gracia concedido a tal efecto bajo sus correspondientes títulos de deuda, omisión esta que no ha sido subsanada hasta la fecha del presente estudio.

La insostenibilidad de la deuda externa de Venezuela, evidente a partir del incumplimiento sostenido de cuantiosas obligaciones de pago (*payment default*) que recaen individualmente sobre ambos emisores (la República y PDVSA), bajo sus respectivos títulos de deuda, limita considerablemente el acceso

del país suramericano a los mercados de capitales e impide, en consecuencia, la obtención de los recursos precisados para el abordaje de la crisis económica y social que atraviesa, todo lo cual deviene en una necesidad apremiante e ineludible de emprender un proceso de reestructuración integral de su carga crediticia.

Sin embargo, además de las circunstancias asociadas a la compleja situación que padece el país, la reestructuración de la Deuda Externa de Venezuela comporta una dificultad adicional que cobró vigencia y relevancia con motivo de la experiencia reciente de la reestructuración de la deuda externa de la República del Perú y de la República de Argentina: la posible resistencia de los acreedores actuales de adherirse a un programa de reestructuración, o más concretamente el riesgo de aparición de acreedores disidentes (*holdouts*).

A raíz de los acontecimientos que se suscitaron en torno a la reorganización de las deudas externas peruana y argentina, y con el propósito de aplacar el riesgo de aparición de acreedores disidentes (*holdouts*) frente a una eventual reestructuración de la deuda externa de Venezuela, con posterioridad a 2003, se efectuaron ciertos ajustes en los instrumentos de emisión de los títulos de deuda de la República, específicamente en las estipulaciones consagradorias del umbral de aprobación (*voting threshold*) de bonistas requerido para que, mediante su actuación colectiva, se autorice la enmienda de los términos de pago (*payment terms*) (es decir, se incorporaron las CAC) –y para que dicha modificación sea impuesta obligatoriamente al resto de los acreedores (*cram-down*), con independencia de que la aprueben o rechacen– y en la redacción de su cláusula *pari passu* (CARLETTI, COLLA, GULATI y ONGENA, 2016).

En el escenario de una potencial reestructuración, la propuesta de una combinación adecuada de cláusulas contractuales en los instrumentos de emisión de los que emanen los títulos de deuda reestructurados, que proteja en mayor medida los derechos de los inversores, garantizaría su viabilidad, influiría positivamente sobre la magnitud de la quita (*haircut*) aplicable a la deuda, asistiría en la evaluación de alternativas clave como la consolidación de la deuda –entiéndase, si la deuda es asumida enteramente por la República tras



la reestructuración o permanece separada de la deuda contraída por PDVSA—, e incidiría sobre los acreedores bajo los títulos de deuda actuales, en su decisión de sumarse o no a la eventual reestructuración. Así pues, el modelo de regresión de precios hedónicos por mínimos cuadrados ejecutado con el propósito de estimar empíricamente el valor que asigna el mercado de inversores a las disposiciones contractuales que confieren derechos, garantías o protecciones a los acreedores bajo los instrumentos de emisión de los títulos de deuda puestos en circulación por la República y por PDVSA —añeado exclusivamente a las CAC, las estipulaciones facultativas de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*) y a la cláusula *pari passu*— detectó ciertas tendencias relevantes en la búsqueda de esa combinación ideal cláusulas de contractuales preferidas por los bonistas y capaz de aplacar el riesgo de aparición de acreedores disidentes (*holdouts*).

Según la doctrina especializada en la materia, las CAC definen la aptitud real de los bonistas actuales o existentes de rechazar, individualmente, una propuesta de reestructuración y constituirse en acreedores disidentes (*holdouts*) (CARLETTI, COLLA, GULATI y ONGENA, 2016). Por su parte, de acuerdo al estándar legal sostenido por los tribunales de Bruselas, Reino de Bélgica y del Estado de Nueva York, Estados Unidos de América, en los casos *Elliott Associates L.P. vs. el Banco de la Nación de la República del Perú* y *NML vs. la República de Argentina*, respectivamente, la cláusula *pari passu* determina la capacidad del acreedor disidente (*holdout*) —que rechaza la reestructuración— de interferir eficazmente en la relación que se instaura entre el deudor y los acreedores que sí admiten la reestructuración.

En virtud de los resultados arrojados por el modelo de regresión ejecutado, es posible afirmar que, en efecto, el mercado de inversores se ocupa de distinguir entre los títulos de deuda, cuyos instrumentos de emisión consagran derechos o protecciones más sólidas, y les exige un rendimiento inferior —vale decir, se comercializan por un precio superior. Tal es el caso de los instrumentos de emisión suscritos por la República con anterioridad a 2003, los cuales carecen de las CAC y establecen la participación unánime de los acreedores —equivalente al 100 % del capital pendiente de pago— para la enmienda

de sus términos de pago (*payment terms*) y contemplan la cláusula *pari passu* pre-2003.

Aunado a lo anterior, destaca la circunstancia fáctica percibida —al ejecutar una serie de regresiones complementarias con la muestra dividida según el deterioro progresivo de la calificación crediticia asignada a la República y a PDVSA— de que, a medida que se aproximaba el incumplimiento definitivo de las obligaciones de pago (*payment default*) bajo los bonos de ambos emisores, se tornaba más notoria la diferencia existente entre el rendimiento que exigía el mercado de inversores a los títulos de deuda emitidos por la República antes de 2003, que contemplan la aludida combinación de estipulaciones contractuales —vale decir, el requerimiento de aprobación unánime por los bonistas para proceder a la modificación de los términos de pago (*payment terms*) y la cláusula *pari passu* pre-2003—, y el retorno demandado del resto de los bonos. Ciertamente, las disposiciones contractuales de protección de los derechos de los acreedores vertidas en los instrumentos de emisión adquieren importancia conforme el mercado augura que el emisor incurrirá en un incumplimiento de sus obligaciones de pago (*payment default*) —o, en otras palabras, el mercado reacciona según la presunta proximidad de ese potencial incumplimiento—.

En lo concerniente a la cláusula facultativa de la técnica de consentimientos de salida (*exit consents*), el modelo reveló un resultado que desafía la intuición: el mercado de inversores asigna una mejor valoración a la disposición, prevista en los instrumentos de emisión suscritos por PDVSA, según la cual la enmienda de sus términos financieros no clave (*non-key financial terms*) debe contar con la autorización de una mayoría simple de acreedores —que represente el 50 % del capital pendiente de pago—, que a la cláusula contemplada en los instrumentos de emisión de la República que requiere la anuencia de una mayoría calificada de los bonistas —equivalente a dos terceras partes del capital pendiente de pago— para la alteración de sus términos financieros no clave (*non-key financial terms*).

Conviene recordar que, en general, los instrumentos de emisión distan de circunscribirse únicamente a las disposiciones contractuales sobre las que se

enfoca el presente estudio, sino que, por el contrario, prevén un sinfín de términos y condiciones relacionadas o no a las cláusulas en cuestión y, además, son suscritos y permanecen vigentes por prolongados periodos durante los cuales los factores endógenos y exógenos que inciden sobre la valoración de los títulos de deuda pueden cambiar radicalmente. Por consiguiente, las diferencias recogidas por el modelo de regresión entre el rendimiento asociado a uno y otro bono no necesariamente se explican en la presencia o ausencia de una cláusula contractual determinada bajo su instrumento de emisión o en la redacción que se hubiere adoptado para la misma.

No obstante lo anterior, podría ser el caso que, en realidad, el rendimiento específico que exigen los inversores a unos u otros de los bonos que integran la deuda externa de Venezuela responda simplemente a la naturaleza del emisor de cada título de deuda (la República o PDVSA), como podría alegarse en atención a los resultados contraintuitivos arrojados por el modelo de regresión en lo concerniente a las disposiciones consagratorias de técnicas de consentimientos de salida (*exit consents*) y a la cláusula *pari passu* pre-2003. En tal sentido, existen diversas circunstancias exclusiva e intrínsecamente vinculadas a la República, por un lado, o a PDVSA, por el otro, a las que podría atribuírsele el mejor o peor valor que asigna el mercado de inversores a los títulos de deuda emitidos por una u otra, a saber:

En cuanto a PDVSA, los inversores podían presumir que se exponían a un riesgo de impago (*payment default*) inferior por el rol vital que reviste la entidad petrolera en la economía venezolana, de ahí que pudieran mostrarse dispuestos a pagar un importe más elevado para adquirir sus bonos. Además, PDVSA cuenta con numerosos activos distribuidos en el exterior que pueden ser objeto de ejecución forzosa, a diferencia de la República que dispone de menos activos en el extranjero y goza de prerrogativas como la inmunidad de jurisdicción que la exceptúa del enjuiciamiento por tribunales foráneos.

Por su parte, en lo relativo a la República, los inversores podían deducir un riesgo inferior de sus títulos de deuda, pues, en efecto, PDVSA es una entidad de su exclusiva propiedad. Asimismo, la República es propietaria de los yacimientos

de hidrocarburos ubicados en el subsuelo venezolano y, en ejercicio de ese título, puede revocar el derecho exclusivo de explotación de crudo conferido a PDVSA y constituir una nueva entidad que asuma esa responsabilidad. Por último, PDVSA podría, en principio, imponer una reestructuración a sus acreedores al acogerse al beneficio de quiebra consagrado en el Capítulo 11 o en el Capítulo 15 del Código de Bancarrota (*Bankruptcy Code*) de los Estados Unidos de América, estrategia esta que no podría ejecutar la República.

\* \* \*

**Resumen:** Los autores examinan la relación de determinadas cláusulas contractuales contenidas en los instrumentos de emisión de deuda externa, distinguiendo entre la emitida por la República y por PDVSA. Con ello se evidencia el valor que le asigna el mercado de inversores a ciertas cláusulas contractuales.

**Palabras clave:** deuda externa, cláusulas contractuales, títulos.

Recibido: 01-11-19. Aprobado: 09-12-19.