



**A escasos días de haberse vencido el cupón del bono PDVSA 2020, aún se están afinando los detalles de la procedencia de los recursos necesarios para la ejecución del pago.** Mientras el mercado esperaba detalles acerca de lo que ocurriría con esta transacción, el precio promedio de la deuda venezolana (República y PDVSA) prácticamente no sufrió variaciones y cerró el mes de abril alrededor de los 30 cents. El pago de cupón se hará efectivo durante el período de gracia tras obtener la aprobación de la Asamblea Nacional, que autorizó la transacción el pasado 7 de mayo según las recomendaciones de la junta directiva ad hoc de PDVSA, del Procurador General de la República y de la Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional.

el uso de su sistema judicial para resolver los conflictos entre los acreedores y el gobierno interino.

Hasta la fecha, el equipo de Guaidó ha tenido éxito en el resguardo de los activos de la nación, logrando apelar el fallo del CIADI a favor de ConocoPhillips y más recientemente, diferir por 120 días la batalla legal que inició Red Tree Investments contra PDVSA, solicitando el pago de USD 182 millones correspondiente a préstamos no pagados que esta firma adquirió de General Electric. Algo similar a esto podría ocurrir con la demanda de Cristallex.

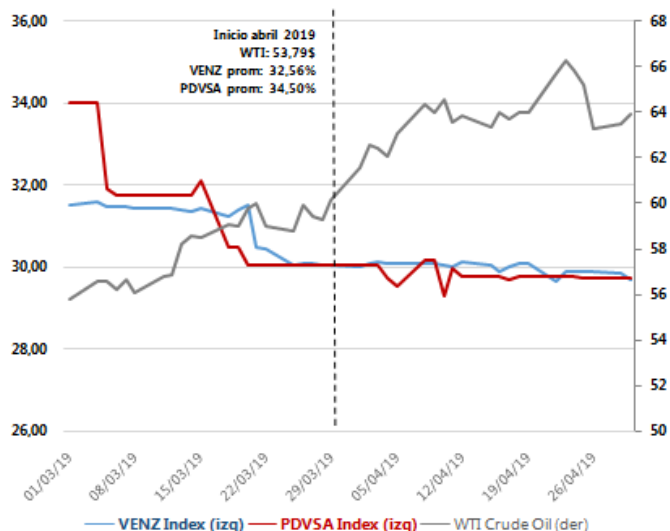


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (mar-abr 2019).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

Se espera que los fondos necesarios para efectuar el pago provengan de cuentas de PDVSA bloqueadas por el gobierno de los Estados Unidos, como es el caso de la cuenta en el banco de la Reserva Federal de Manhattan. Alternativamente, podría efectuarse una transferencia de fondos provenientes de CITGO, considerando que la refinera no ha enviado a casa matriz los dividendos de los ejercicios fiscales 2017 y 2018. El respaldo y reconocimiento con el que cuentan Juan Guaidó y su gobierno en Estados Unidos hace que cualquiera de estas soluciones sea posible. Adicionalmente, el fallo de la Corte de Apelaciones del Distrito de Columbia este 1ero de mayo solo ratifica la disposición del gobierno de EEUU a colaborar con la protección de los activos venezolanos en su jurisdicción y a facilitar el diseño de mecanismos y

Security	29/03/2019	30/04/2019	Total Return	Total Return (2019 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	31,10	31,10	0,00%	+31,53%
VENZ 7 12/01/18	28,30	28,30	0,00%	+32,41%
VENZ 7 3/4 10/13/19	28,25	28,30	+0,18%	+19,24%
VENZ 6 12/09/20	31,45	27,10	-13,83%	+17,55%
VENZ 12 3/4 08/23/22	31,05	30,25	-2,58%	+26,72%
VENZ 9 05/07/23	30,45	27,90	-8,37%	+20,95%
VENZ 8 1/4 10/13/24	31,00	28,40	-8,39%	+23,12%
VENZ 7.65 04/21/25	31,50	26,80	-14,92%	+17,21%
VENZ 11 3/4 10/21/26	31,10	31,05	-0,16%	+26,14%
VENZ 9 1/4 09/15/27	31,40	31,65	+0,80%	+36,18%
VENZ 9 1/4 05/07/28	31,15	30,65	-1,61%	+33,53%
VENZ 11.95 08/05/31	30,95	31,35	+1,29%	+33,28%
VENZ 9 3/8 01/13/34	32,45	30,20	-6,93%	+6,28%
VENZ 7 03/31/38	32,15	30,65	-4,67%	+34,76%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	90,60	90,25	-0,39%	-3,59%
PDVSA 9 11/17/21	27,45	20,00	-27,14%	+8,62%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	27,65	25,50	-7,78%	+32,99%
PDVSA 6 05/16/24	25,10	21,50	-14,34%	+42,94%
PDVSA 6 11/15/26	22,45	22,00	-2,00%	+46,41%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	22,60	21,00	-7,08%	+39,28%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	28,60	25,50	-10,84%	+33,28%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	25,20	21,50	-14,68%	+42,56%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, abril 2019

Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.

\*NOTA: Los retornos fueron ajustados para tomar en cuenta la pérdida del interés devengado tras las resoluciones de EMTA.

En el caso de los bonos, somos de la opinión que existe la posibilidad de que emerjan otras soluciones para proteger los activos sin vulnerar los derechos de los acreedores o suspender los pagos. Esto se hace relevante en la medida que –una vez efectuado el pago de cupón– nos aproximamos a la fecha de pago de la amortización del bono PDVSA 2020, prevista para octubre de este año. Al respecto, algunos inversores señalaban que sería posible levantar los fondos para amortizar el bono, emitiendo deuda respaldada por multilaterales, como el BID, o a préstamos privados garantizados por depósitos en cuentas en EEUU, y que los acreedores involucrados podrían gozar de un trato preferencial en la



reestructuración. Dado que los multilaterales (entre ellos el BID) reconocen al gobierno interino de Guaidó, sumado a que el mercado está dispuesto a proveer fondos a CITGO (demostrado por la forma en cómo pudo levantar deuda recientemente) y la junta directiva ad hoc de PDVSA exhibe una actitud proclive a proteger los activos de las demandas de acreedores, concluimos que este tipo de soluciones pueden ser implementadas en el futuro.

Como nota final del mes, el pasado 28 de abril expiró el período de gracia para hacer negocios con PDVSA en el marco de las sanciones OFAC que fueron emitidas en enero de este año. Consideramos que esto tendrá poco efecto en las ya debilitadas finanzas de la empresa estatal petrolera, puesto que los socios de negocios que no estaban dispuestos a correr el riesgo de ser sancionados por los EEUU ya han venido cancelando sus relaciones comerciales con la compañía.

## **La "Operación Libertad" y las negociaciones detrás del cese de la usurpación**

Los sucesos del pasado 30 de abril dan indicios de que factores actualmente vinculados al chavismo están dispuestos a cooperar con el equipo de Juan Guaidó, para conformar un gobierno de transición. Al contar con la participación de actores como Vladimir Padrino López (Ministro de Defensa) o Maikel Moreno (presidente del Tribunal Supremo de Justicia) el chavismo aseguraría un rol relevante en la transición y creemos que involucrarlos aumenta las probabilidades de cambio de régimen. Esta solución parece contar con el visto bueno de EEUU y la comunidad internacional. Hay reportes que indican que armar el plan para el 30 de abril tomó un par de meses, por lo cual volver a alinear los incentivos de todos los involucrados para lograr un nuevo intento de gobierno de transición podrá tomar por los menos un par de meses adicionales.

**Un gobierno de transición con factores del chavismo en otros poderes del Estado o incluso compartiendo funciones de gobierno, puede no tener la facultad suficiente para llevar a cabo una reestructuración**, por lo que ésta se vería postergada hasta después de las elecciones. Dadas estas condiciones, el escenario más favorable para los tenedores es el que concluye con la formación de un gobierno de transición completamente

de oposición, capaz de controlar el resto de los poderes del estado. Otro factor que definirá qué tanto podrá involucrarse el gobierno de transición en la reestructuración, será el tiempo que tome convocar y celebrar las elecciones y por cuánto tiempo más puede maniobrar el gobierno de transición en las cortes de EEUU con los acreedores.

Teniendo un gobierno de transición en Miraflores y si la reestructuración termina siendo responsabilidad del próximo gobierno electo, será interesante ver si EEUU remueve la prohibición de negociar los bonos antes de las elecciones. En este caso, **tendremos la oportunidad de ver cómo se comporta el mercado y qué nos dicen las valoraciones acerca de estabilidad de la transición, los candidatos que se presenten a la elección presidencial y el valor esperado de recuperación de los bonos**, algo que no hemos podido apreciar en los últimos tres meses por que el mercado no está operando bajo las sanciones actuales.



## **Investigación y Estrategia de Inversión**

Sandy C. Gómez C.

+58 426 530 5104

Knossos Asset Management

### **Liberación de responsabilidad - Reporte de deuda Venezuela/PDVSA**

*Este informe de investigación de deuda no es independiente de la actividad propietaria de la empresa y no está sujeta a todas las normas de independencia y divulgación aplicables a los reportes de deuda proporcionados a inversores minoristas. Aunque el autor cree que sus fuentes son confiables, ni el autor ni Knossos Asset Management garantizan que la información sea completa o precisa. Todas las opiniones expresadas en este mensaje son las del remitente individual en el momento de la publicación y no representan los puntos de vista y la estrategia de Knossos Asset Management, excepto cuando el mensaje indique lo contrario y el remitente está autorizado a declarar las opiniones de dicha entidad. No se trata de una oferta de compra o venta, ni de una solicitud para ofrecer la compra o venta de los valores mencionados. La Firma puede tener posiciones en los valores mencionados y puede realizar compras o ventas de dichos valores con periodicidad en el mercado abierto o de otro modo y puede vender o comprar a sus contrapartes autorizadas dichos valores de forma propietaria; tales transacciones pueden ser contrarias a las recomendaciones de este material. Este material está destinado únicamente a uso institucional y no debe distribuirse, transmitirse ni difundirse de otro modo. Bajo ninguna circunstancia este material está destinado a ser utilizado por cualquier inversor minorista. Información adicional está disponible bajo petición.*