



Como se esperaba, el pago de cupón del bono PDVSA 2020 se hizo efectivo durante el período de gracia, según lo anunció la Junta Directiva Ad Hoc de PDVSA el 16 mayo. Aunque esta acción está enmarcada dentro de la estrategia de protección de activos en el extranjero que adoptó el gobierno interino de Juan Guaidó, pensamos que fue una estrategia para ganar algo de tiempo, ya que **es evidente que no disponen del efectivo para pagar la próxima amortización, y por tanto, las únicas opciones que parecen factibles son solicitar protección a las cortes o tratar de pactar con los acreedores para que no ejecuten las garantías de las acciones de CITGO.**

Como es costumbre desde que se implementaron las sanciones, los precios de los bonos prácticamente no experimentaron cambios durante el mes, cerrando el período en alrededor de 29 cents y 32 cents, según nuestros índices de precios de PDVSA y Venezuela, respectivamente.

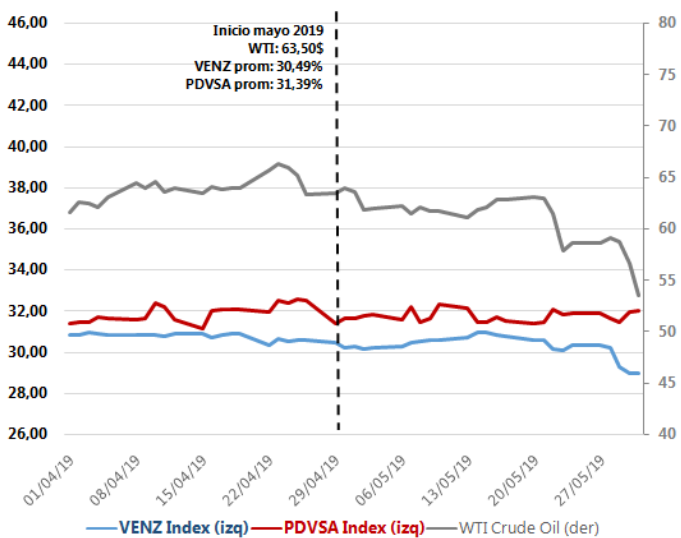


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (abr-may 2019).

Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

A pesar de que en esta ocasión funcionó, los esfuerzos del gobierno interino por proteger los activos de la nación (honrando solo algunas de las deudas pendientes) pueden convertirse en un problema. Si tenedores distintos a quienes poseen bonos PDVSA 2020 consideran que están siendo desestimados y que pronto no habrá nada de valor para pagarles, podrían sentirse tentados a acudir a tribunales o estarían menos dispuestos a colaborar de buena fe con cualquier intento futuro de restructuración.

Aun cuando al equipo de Juan Guaidó se le adjudican ciertas victorias a la hora de defender los activos de la nación en tribunales, esta estrategia podría tener un alcance limitado. **Creemos que más allá de las sanciones, el gobierno de EEUU no estará muy dispuesto a apoyar acciones que afecten la capacidad de los acreedores de PDVSA y Venezuela para recuperar su dinero.**

En este sentido, la protección adicional que pueden brindar otros tribunales extranjeros dependerá de en qué medida otros países aliados decidan colaborar con el gobierno interino. Para que veamos una acción de esa naturaleza coordinada entre países quizás se requiera de la intervención de la ONU, como ocurrió en el caso de Irak (2003).

Security	29/04/2019	31/05/2019	Total Return	Total Return (2019 YTD)
VENZ 13 5/8 08/15/18	31,10	31,10		+31,53%
VENZ 7 12/01/18	28,30	28,30		+32,41%
VENZ 7 3/4 10/13/19	28,30	28,30		+15,77%
VENZ 6 12/09/20	29,60	28,60	-3,38%	+24,21%
VENZ 12 3/4 08/23/22	30,25	28,80	-4,79%	+20,60%
VENZ 9 05/07/23	29,80	29,45	-1,17%	+27,85%
VENZ 8 1/4 10/13/24	30,45	28,50	-6,40%	+23,41%
VENZ 7.65 04/21/25	30,65	28,80	-6,04%	+25,86%
VENZ 11 3/4 10/21/26	31,05	29,00	-6,60%	+17,93%
VENZ 9 1/4 09/15/27	31,65	29,85	-5,69%	+28,51%
VENZ 9 1/4 05/07/28	30,65	28,40	-7,34%	+23,65%
VENZ 11.95 08/05/31	31,35	28,80	-8,13%	+22,37%
VENZ 9 3/8 01/13/34	30,20	29,15	-3,48%	+2,57%
VENZ 7 03/31/38	30,65	28,10	-8,32%	+23,55%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	89,75	89,80	+0,06%	-4,07%
PDVSA 9 11/17/21	26,85	27,55	+2,61%	+49,64%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	25,50	25,50		+42,47%
PDVSA 6 05/16/24	24,60	24,75	+0,61%	+64,59%
PDVSA 6 11/15/26	22,40	23,30	+4,02%	+55,18%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	22,40	24,25	+8,26%	+60,76%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	28,25	28,70	+1,59%	+49,98%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	21,50	22,70	+5,58%	+50,61%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, mayo 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.

Una vez que el equipo del gobierno interino no pueda negociar u obtener protección legal, es probable que se repita la historia de lo que ocurrió recientemente con el oro empleado como colateral en un contrato swap suscrito con Deutsche Bank (DB). Según Bloomberg, DB asumió la titularidad del oro después de que Venezuela incumpliera un pago de intereses. El gobierno interino está ahora esperando que DB venda el oro y transfiera alrededor de USD 120 millones, correspondientes a la diferencia entre su precio actual y el que tenía cuando fue



comprometido (menos gastos). Este efectivo también requerirá protección de los reclamos de otros acreedores.

Otra opción es involucrar a los acreedores en un acuerdo de no “agresión” mientras la crisis política se resuelve. Juan Guaidó tiene la legitimidad para suscribir este tipo de acuerdos y estos serían vinculantes para un próximo gobierno. Los acreedores podrían verse incentivados a participar si, por ejemplo, se les ofrecen condiciones preferenciales durante la restructuración.

Es de suponer que Lee Buchheit ha entrado en el juego precisamente para ayudar al gobierno de Guaidó con esta estrategia. Su participación también da una idea acerca de que tan complejas pueden tornarse las negociaciones en este sentido. Los artículos y entrevistas de Buchheit destacan la importancia que le da a mitigar la amenaza de los tenedores *holdouts* de la deuda venezolana. Sin embargo, es muy pronto para tratar de adivinar que combinación de “la zanahoria y el garrote” sugeriría usar.

Con respecto a las negociaciones en Oslo, como intento de hallar una solución pactada a la crisis política, esperamos que sea un proceso lento y prolongado ya que ahora, en comparación a situaciones similares previas, parece más difícil llegar a un acuerdo acerca de las condiciones electorales. En cualquier caso, el tiempo transcurrido se traducirá en menor *recovery value* para los bonos, ya que la producción petrolera seguirá cayendo y las condiciones de vida en el país continuarán deteriorándose.

Una vez que las condiciones políticas mejoren, la escasez de capital afectará el restablecimiento de las operaciones de la industria petrolera, por lo que esperamos una recuperación asimétrica de los sectores que la componen. En este contexto, los incentivos para los tenedores pueden incluir instrumentos *debt-for-equity*, que les permitirían capturar en el largo plazo las ganancias provenientes de la recuperación de los sectores que al principio sean menos rentables o estratégicos. Ejemplos de esto podrían ser las refinerías cuya capacidad instalada no se ajusta al nivel de producción actual, y los campos pequeños con costos operativos más altos. Los tenedores de bonos de SIDETUR y ELECAR también podrían encontrar atractiva esta oferta.

Próxima amortización del PDVSA 2020: ¿llegó la hora de decirle adiós a CITGO?

El pago de cupón del PDVSA 2020 fue, como dijimos anteriormente, un intento exitoso por parte del gobierno interino para comprar tiempo con la esperanza de que el régimen de Maduro sea desplazado antes de que venza el próximo pago. Esta estrategia tiene al reloj en contra, por lo que los esfuerzos de la Junta Directiva Ad Hoc de PDVSA deben enfocarse en reestructurar, renegociar o llegar a un acuerdo con los acreedores (especialmente con los tenedores del bono PDVSA 2020) para proteger los activos de CITGO.

Actualmente CITGO está protegida por el escudo que le brindan tres grandes actores, incluyendo sus más importantes deudores. En primer lugar, tenemos al gobierno de EEUU, que a través de las sanciones limita la capacidad de los acreedores actuales para negociar y reestructurar la deuda. La cantidad total de deuda en circulación solo puede ser cubierta significativamente ésta se reestructura, en consecuencia, los ataques contra CITGO se mantienen a raya mientras esto no sea posible.

Luego tenemos al gobierno de Rusia, a través de Rosneft, que posee una hipoteca sobre el 49% de las acciones de CITGO, reduciendo el *recovery value* y complicando aún más el panorama en un escenario de liquidación. Finalmente, los titulares de los bonos PDVSA 2020, garantizados con la prenda sobre el 51% restante de sus acciones son el actor más importante. Sin embargo, el alcance de la protección que estos brindan se va reduciendo con cada amortización de los bonos, ya que disminuye el capital en circulación y aumenta el valor residual después de la liquidación.

En nuestra opinión, esta situación genera la posibilidad de diseñar una estrategia que puede convertir a los tenedores del PDVSA 2020 en unos valiosos aliados a la hora de defender a CITGO de otros acreedores. Considerando que han recibido ya dos amortizaciones, con los titulares del bono PDVSA 2020 podría acordarse extender la duración, e incluso disminuir la tasa cupón, a cambio de incrementar el valor de los pagos futuros, comprometiendo con ellos una mayor porción del valor residual actual de CITGO.



KNOSSOS ASSET MANAGEMENT

AN AFFILIATED COMPANY OF MIURA

Reporte de deuda de Venezuela y PDVSA Mayo 2019

Esta acción podría alinear los intereses de los tenedores de bonos con los del gobierno interino, y disminuir la amenaza que representan otros deudores. En este escenario, el primer grupo evitaría una solución hostil (con complicaciones legales desconocidas) mientras contribuye a proteger los activos de CITGO.

Otra solución, que representa más una diferencia de forma que de fondo, implica usar una segunda hipoteca (o 2nd lien loan) sobre las mismas acciones que constituyen hoy la garantía del bono. El dinero de la hipoteca se usaría para pagar amortización e intereses, mientras que los nuevos deudores enfrentarían prácticamente la misma relación riesgo retorno descrita antes.

No es nuestra intención que se asuman estas como ideas exhaustivas, todas las implicaciones legales deben ser consideradas. Sin embargo, el objetivo es retar y cambiar la percepción de que todos los acreedores actuales son enemigos y, en algunos casos, acumular aún más deuda podría ser beneficioso. Como dice el antiguo proverbio: “el enemigo de mi enemigo es mi amigo”.



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.