

# Bonos en Default

## VI.1 Cronología del Default

El default de la República Bolivariana de Venezuela y de Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA) se materializó en noviembre de 2017, cuando la calificadora Standard & Poor's declaró el "Selectivo Default" (SD) tras el incumplimiento del cupón del bono PDVSA 2027 por \$200 millones. La cronología relevante:

Fecha	Evento
13 de noviembre 2017	S&P declara SD sobre bonos República
14 de noviembre 2017	S&P declara SD sobre bonos PDVSA
27 de octubre 2019	Default sobre bono PDVSA 2020 (último que pagaba)
Enero 2020	Crystallex obtiene fallo 3er Circuito (PDVSA = alter-ego de la República)
2021–2024	Procedimientos de subasta de Citgo en Delaware
Junio 2024	Tribunal de Apelaciones NY confirma validez bonos PDVSA 2020 bajo derecho venezolano
Diciembre 2025	Juez Stark aprueba oferta Amber/Elliott por \$5.9B sobre Citgo
Mayo 2026	Inicio formal negociaciones reestructuración bajo gobierno transición

## VI.2 Bonos República – Catálogo Detallado

### VI.2.1 Características Comunes

- Ley aplicable: Estado de Nueva York (con excepciones en algunos años antiguos)
- Moneda: Dólares de los Estados Unidos
- Tipo de instrumento: Bonos Globales (Global Notes)
- Custodios: Depository Trust Company (DTC), Euroclear, Clearstream
- Estado: Default desde noviembre 2017

## VI.2.2 Inventario Completo de Bonos República

Año Vencimiento	ISIN	Cupón	Capital Original (mmUSD)	Precio Mayo 2026	Capital + Intereses Acumulados
2018	XS0214851874	7.00%	1,500	38¢	2,400
2019	USP97475AG31	7.75%	1,500	36¢	2,400
2020	USP97475AN82	6.00%	1,500	35¢	2,250
2022	XS0217249126	12.75%	1,500	42¢	2,700
2023	USP17625AC16	9.00%	2,000	41¢	3,200
2024	USP17625AB33	8.25%	1,500	40¢	2,400
2025	USP17625AA59	7.65%	1,600	39¢	2,560
2026	USP97475AG72	11.75%	3,000	45¢	4,800
2027	US922646AS37 / XS0152904552	9.25%	4,000	43¢	6,400
2028	USP97475AS44	9.25%	2,000	40¢	3,200
2031	USP97475AT27	11.95%	4,200	38¢	6,720
2034	XS0294364954	9.375%	1,500	37¢	2,400
2038	USP17625AE71	7.00%	1,250	35¢	2,000
<b>TOTAL</b>			<b>31,050</b>	<b>40¢ blended</b>	<b>45,330</b>

## VI.3 Bonos PDVSA – Catálogo Detallado

### VI.3.1 Características Comunes

- Emisor: Petróleos de Venezuela, S.A. (sociedad anónima 100% propiedad de la República)
- Ley aplicable: Estado de Nueva York
- Moneda: Dólares estadounidenses

- Estado: Default desde noviembre 2017 (excepto 2020 que defaulteó octubre 2019)

### VI.3.2 Caso Especial: PDVSA 2020 (Bono Garantizado)

El bono PDVSA 8.50% 2020 (USP7807HAR68) es único por:

- **Está garantizado** por el 50.1% de las acciones de CITGO Holding mediante prenda registrada
- Validez confirmada por la Corte de Apelaciones de Nueva York (junio 2024) bajo derecho venezolano
- Distrito Sur de Nueva York concedió fallo sumario favorable a tenedores (2025)
- Mediante el acuerdo de subasta de Citgo (diciembre 2025), los tenedores reciben **\$2.1 mil millones** para liberar la prenda
- Capital remanente: \$1.68 mil millones tras amortización parcial octubre 2019

### VI.3.3 Inventario Bonos PDVSA No Garantizados

Año Vencimiento	ISIN	Cupón	Capital Original (mmUSD)	Precio Mayo 2026	Capital + Intereses
2017N	USP7807HAM72	8.50%	3,000	(vencido)	4,400
2021	USP7807HAP03	9.00%	4,100	35¢	6,560
2022	WKN A1GMW8	12.75%	3,000	38¢	4,800
2024	USP7807HAQ85	6.00%	650	33¢	1,040
2026	USP7807HAP60 (verificar emisión específica)	6.00%	4,500	32¢	7,200
2027	XS0294364954	5.375%	3,000	30¢	4,800
2035	WKN A1G8LH	9.75%	3,000	28¢	4,800
2037	XS0294367205	5.50%	4,500	28¢	7,200
<b>Subtotal No Garantizados</b>			<b>25,750</b>	<b>32¢ blended</b>	<b>40,800</b>
<b>PDVSA 2020 Garantizado</b>	USP7807HA-pareado	8.50%	1,680	92¢	2,100 (cierre Citgo)
<b>TOTAL PDVSA</b>			<b>27,430</b>		<b>42,900</b>

### VI.4 Bonos Elecar y Otros

Emisor	Capital (mmUSD)	Precio	Total Reclamo
C.A. La Electricidad de Caracas (Elecar)	650	25¢	950
Bonos República denominados en Bolívares (re-denominados USD)	200	15¢	280
<b>Subtotal otros</b>	<b>850</b>		<b>1,230</b>

## VI.5 Estructura de la Tenencia de Bonos

### VI.5.1 Distribución Estimada por Tipo de Tenedor

Tipo de Tenedor	Tenencia (mmUSD valor nominal)	% Total
Fondos especializados en deuda emergente distressed (GMO, Greylock, Mangart Capital, Gramercy, Ashmore)	18,500	32%
Fondos de cobertura (Davidson Kempner, Elliott Management, Marathon Asset Management, Centerbridge, Silver Point)	12,000	20%
Bancos europeos (BNP Paribas, Credit Suisse, Deutsche Bank, BBVA, Santander)	6,500	11%
Casas de gestión patrimonial (Morgan Stanley Wealth, JP Morgan Private Bank, UBS Wealth, Goldman Sachs Wealth)	8,000	14%
Inversionistas individuales y family offices (predominantemente Venezuela diáspora y América Latina)	7,500	13%
Fondos de pensiones internacionales	3,500	6%
Aseguradoras	1,500	3%
Bancos venezolanos remanentes	1,000	2%
<b>TOTAL</b>	<b>58,500</b>	<b>100%</b>

### VI.5.2 Comités de Acreedores Organizados

**Venezuela Creditors Committee (VCC):** agrupación principal con representación de aproximadamente \$10–12 mil millones en bonos. Asesores legales: Cleary Gottlieb Steen & Hamilton; asesores financieros: Rothschild & Co. Miembros institucionales conocidos: GMO LLC, Greylock Capital Management, Mangart Capital, Morgan Stanley Investment Management.

**Ad Hoc PDVSA 2020 Bondholders Committee:** comité específico de los tenedores del bono garantizado, ya substancialmente resuelto vía acuerdo Citgo. Asesores: Paul Weiss; financieros: PJT Partners.

**Ad Hoc Sovereign Bondholders Committee:** comité de tenedores de bonos República, con miembros institucionales no totalmente coincidentes con el VCC. Asesores legales: Dechert; financieros: Houlihan Lokey.

---

## VI.6 Acumulación Pre-Anuncio — Estrategia Operativa

### VI.6.1 Objetivo

Adquirir entre \$8 y \$12 mil millones de valor nominal de bonos República y PDVSA durante los doce meses anteriores al anuncio formal de la reestructuración, a un precio promedio de 33–38 centavos por dólar de valor nominal.

### VI.6.2 Vehículo Operativo

- Vehículo de Propósito Especial domiciliado en Islas Caimán (Caymanian Exempted Limited Company)
- Capital de la matriz: hasta \$4 mil millones desplegados en doce meses
- Beneficiario final: la República Bolivariana de Venezuela, oculto contractualmente bajo cláusulas de confidencialidad
- Custodia: BNY Mellon (Nueva York) — para activos en mercados estadounidenses; State Street (Londres) — para activos en mercados europeos
- Administración: gestor especializado en deuda soberana distressed, contratado bajo procedimiento de selección competitiva

### VI.6.3 Restricciones Operativas (Disciplina Anti-Filtración)

- Volumen semanal máximo por bróker: \$50 millones de valor nominal
- Volumen agregado semanal máximo: \$200 millones (cuatro brókers simultáneos)
- Brókers utilizados (rotativos): Citi, JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Barclays, Deutsche Bank, BNP Paribas, Bank of America Merrill Lynch
- Prohibición de operaciones consecutivas con un mismo bróker durante los siguientes cinco días hábiles
- Comunicaciones internas en idioma diferente al inglés y español, con códigos numéricos
- Prohibición absoluta de filtración a medios de comunicación; cláusulas penales fuertes con cualquier asesor

## VI.6.4 Cronograma Granular del Año Negativo Uno

Mes	Compras Acumuladas (mmUSD valor nominal)	Cash Desplegado (mmUSD)	Precio Promedio
-12	800	280	35¢
-11	1,600	568	35.5¢
-10	2,400	864	36¢
-9	3,200	1,184	37¢
-8	4,000	1,520	38¢
-7	4,800	1,872	39¢
-6	5,600	2,240	40¢
-5	6,400	2,624	41¢
-4	7,200	3,024	42¢
-3	8,000	3,440	43¢
-2	8,500	3,655	43¢ (precio sube en anticipación)
-1	9,000	3,915	43.5¢
<b>Total</b>	<b>9,000</b>	<b>3,915</b>	<b>43.5¢ blended</b>

**Nota:** el precio promedio de 43.5¢ es superior al estimado inicial de 38¢ porque la compra masiva tiende a presionar precios al alza, especialmente cuando el mercado anticipa una reestructuración. La meta operativa de "lo más bajo posible" debe contrastarse con el costo de mover el mercado.

## VI.7 Oferta de Canje — Estructura Detallada

### VI.7.1 Estructura del Canje (Estándar Cleary Gottlieb)

La oferta de canje a presentarse en el Mes Cero del Plan se estructurará como un canje voluntario con incentivos para participación temprana, conforme al modelo de las reestructuraciones de Argentina 2005, Grecia 2012, Ucrania 2015, y Sri Lanka 2024.

### VI.7.2 Términos del Nuevo Bono República (REPGEN-1)

Parámetro	Valor
Tipo	Bono Global República, Ley Nueva York
Moneda	Dólares estadounidenses
Capital Inicial	45% del capital antiguo + 50% de intereses acumulados capitalizados
Cupón	4.0% Años 1–5; 5.5% Años 6–10; 6.5% Años 11–25
Plazo	25 años
Período de Gracia	3 años sobre principal
Amortización	22 cuotas semestrales iguales Años 4–25
Cláusula CAC	ICMA 2014 con umbral 75% por serie / 66.67% global
Cláusula Pari Passu	Estándar (no incluyendo "ratable payment")
Inmunidad	Renuncia explícita a inmunidad soberana comercial
Jurisdicción	Cortes Federales del Distrito Sur de Nueva York

### VI.7.3 Términos del Nuevo Bono PDVSA (PDVGEN-1)

Parámetro	Valor
Tipo	Bono Corporativo PDVSA, Ley Nueva York
Moneda	Dólares estadounidenses
Capital Inicial	40% del capital antiguo + 50% de intereses acumulados capitalizados
Cupón	3.5% Años 1–5; 5.0% Años 6–10; 6.0% Años 11–20
Plazo	20 años
Garantía	No (PDVSA 2020 ya resuelto vía Citgo)
Cláusula CAC	ICMA 2014

### VI.7.4 Valor Presente Neto del Canje

Asumiendo una tasa de descuento del 8% (mercados emergentes restructurados estándar):

#### Para bono República 2027 (cupón 9.25%, capital \$4B):

- Capital nuevo:  $45\% \times \$4B = \$1.8B$
- Más intereses capitalizados:  $50\% \times (\$4B \times 9.25\% \times 8.5 \text{ años}) = \$1.572B$
- Capital nuevo total: \$3.372B
- Cupón: \$135M Y1, escalonado a \$219M Y11+
- VPN al 8%: aproximadamente \$2.16B sobre \$4B nominal antiguo
- **VPN como % del valor nominal antiguo: 54%**

### VI.7.5 Métricas de Aceptación Esperadas

Modelos de reestructuraciones recientes indican:

- Participación inicial al mes 3 post-anuncio: 45%
- Participación al mes 6 con primera prima de aceptación temprana: 65%
- Participación al mes 9 con segunda prima: 78%
- Participación final tras activación de CACs: 92%
- Holdouts irreductibles: 8% (~\$4.7B nominal)

## VI.7.6 Cash Empleado en la Fase de Canje

La oferta de canje no consume cash sustancial directamente, salvo:

- Prima de aceptación temprana (consent fee): \$30M
- Costos de asesoría legal y financiera: \$80M
- Costos de logística operativa: \$20M
- Acuerdo con holdouts marginales mediante "exchange-and-settle": \$14B en cash equivalente para liquidar 8% de holdouts a 60¢ aproximadamente

**Total cash en Fase de Canje: \$14.13B**

## VI.8 Mercado Abierto Post-Canje

### VI.8.1 Programa de Operaciones de Mercado Abierto

Durante los Años 1 al 5 post-canje, la AEG ejecutará operaciones de mercado abierto recurrentes sobre los nuevos bonos REPGEN-1 y PDVGEN-1, con presupuesto anual de \$1.5 mil millones.

### VI.8.2 Trayectoria Esperada de Precios

Período	Precio REPGEN-1	Precio PDVGEN-1
T+0 (cierre del canje)	60¢	55¢
T+12 meses	65¢	60¢
T+24 meses	72¢	67¢
T+36 meses	78¢	73¢
T+48 meses	84¢	79¢
T+60 meses	88¢	84¢

### VI.8.3 Cosecha de Mercado Abierto

Año Post-Canje	Cash Desplegado (mmUSD)	Precio Promedio	Valor Nominal Retirado (mmUSD)
1	1,500	63¢	2,381
2	1,500	69¢	2,174
3	1,500	75¢	2,000
4	1,500	81¢	1,852
5	1,500	86¢	1,744
<b>Total</b>	<b>7,500</b>	<b>74.6¢</b>	<b>10,151</b>

### VI.9 Resumen Consolidado del Programa de Recompra

Ventana	Período	Cash Desplegado	Valor Nominal Retirado	Precio Promedio
1 — Acumulación Discreta	Mes -12 a Mes 0	\$3.9B	\$9.0B	43.5¢
2 — Canje Estándar (no requiere cash directo, sino emisión nueva)	Mes 0 a Mes 12	\$0.13B costos	\$33.8B (canjeados con ~55% NPV)	55¢ NPV efectivo
3 — Liquidación Holdouts	Mes 6 a Mes 18	\$14.0B	\$4.7B	60¢
4 — Mercado Abierto Post-Canje	Año 1 a Año 5	\$7.5B	\$10.2B	74.6¢
<b>TOTAL</b>	<b>6 años</b>	<b>\$25.5B</b>	<b>\$57.7B</b>	<b>44¢ blended efectivo</b>

**Nota interpretativa:** la cifra de 44¢ blended es el costo promedio efectivo cuando se incluye la "compra implícita" del canje (donde la República "compra" el bono antiguo entregando un nuevo bono cuyo VPN es del 55%). Para el inversionista privado profesional, el cálculo más relevante es: el stock de bonos se reduce de \$58.65B nominal a aproximadamente \$24B nominal (nue-

vos bonos en circulación), y el costo total agregado para la República en VPN es de \$25.5B desembolso directo + ~\$13B VPN de los nuevos bonos = \$38.5B. Esto representa aproximadamente 66¢ por dólar de pasivo original, lo cual es comparable con Sri Lanka 2024 (55¢) y Argentina 2005 (32¢) en el espectro internacional.

---

**[Continúa en Capítulo VII: Programa de Recompra de Deuda con Descuento]**