

10/25/17

## **Deterring Holdout Creditors in a Restructuring of PDVSA Bonds and Promissory Notes**

**(with a Spanish translation that follows)**

Lee C. Buchheit & Mitu Gulati

### **Abstract**

*The prospect of the potential mischief that may be caused by holdout creditors in a Venezuelan sovereign debt restructuring is probably the main reason why the Maduro administration has not attempted such an exercise. The next administration in Venezuela -- whenever and however it may arrive -- will not want for suggestions about how to minimize or neutralize this holdout creditor threat. This short article is another contribution to that growing literature.*

*Were the Republic of Venezuela to acknowledge that there really is only one public sector credit risk in the country, and that the distinction between Republic bonds and PDVSA bonds is an artificial construct, the Republic could offer to exchange PDVSA bonds for new Republic bonds at par. This would be the preliminary to a generalized debt restructuring of some kind affecting all outstanding bonds.*

*The question will be, as it always is, how to discourage PDVSA creditors from declining to participate in such an exchange offer.*

*One method might be for PDVSA to pledge all of its assets to the Republic in consideration for the Republic's assumption of PDVSA's indebtedness under its outstanding bonds and promissory notes. This is a step expressly permitted by PDVSA's bonds and promissory notes. Existing PDVSA creditors would be perfectly free to decline to exchange their exposure for new Republic bonds, but they would face the prospect that a senior lienholder (the Republic) would have a first priority claim over any PDVSA assets that the holdout may attempt to attach to satisfy a judgment against PDVSA. That realization should make them think twice about the wisdom of holding out.*

## **Deterring Holdout Creditors in a Restructuring of PDVSA Bonds and Promissory Notes**

Lee C. Buchheit & Mitu Gulati

We hold these truths to be self-evident:

- Venezuela will soon need to restructure its external debt.
- In light of the country's extensive commercial contacts with the United States (principally through the state-owned oil company Petróleos de Venezuela, S.A. -- PDVSA), the legal risk posed by holdout creditors in such a debt restructuring will be acute.
- One or more methods must therefore be found to neutralize this holdout creditor risk, particularly for PDVSA (which owns the assets most exposed to holdout creditor legal action).

The scarcest commodity on this planet is free legal advice. Yet that is precisely the substance that the Venezuelan authorities-to-be have recently been receiving in astonishing abundance. Commentators have already suggested seven or eight possible ways to minimize holdout credit behavior in a future Venezuelan debt restructuring. These ideas range from putting PDVSA into a full-blown bankruptcy proceeding, to shifting the concession to lift and sell oil from PDVSA to a new company, to more modest proposals that would use the provisions in the existing PDVSA/Republic of Venezuela bonds to discourage prospective holdouts and defuse the legal risk posed by those who insist on holding out.

The situation is complicated by the fact that PDVSA, in addition to its approximately \$ 25 billion of outstanding bond indebtedness, has also been issuing free-standing New York law-governed promissory notes to discharge its obligations to its unpaid suppliers. Estimates of the aggregate size of the promissory note issuance vary widely, from \$3 billion to as much as \$14 billion. Either way, a chunky number that could not be ignored in a debt workout.

From a debt restructuring's standpoint, these promissory notes are dangerous free radicals. Unlike PDVSA bonds, the promissory notes do not contain provisions that would allow a majority of widely-dispersed holders to amend the instruments or waive defaults. The notes have been issued in separate series to each participating supplier and could therefore easily attract the unwanted attention of holdout creditors who do not wish to be subject to the collective decisions of their

fellow creditors. The contractual tools that could be employed to facilitate a restructuring of PDVSA's bonds will thus not be available to help with PDVSA's promissory notes.

To this cornucopia of unsolicited advice on possible transaction structures we here add one more.

### Exchange Offer

The Republic of Venezuela has borrowed in the international bond markets separately from PDVSA even though, from a credit standpoint, they are largely interchangeable. PDVSA produces 95% of the foreign currency earnings for the entire country and is wholly under the control of the Venezuelan Government. One plausible approach to a restructuring of the country's external debt might therefore involve centralizing all of the obligations in the hands of the Republic. This could be accomplished by the Republic offering to exchange new Republic bonds for outstanding PDVSA debt instruments (bonds and promissory notes). Those new Republic bonds would then be restructured together with, and on the same terms as, the Republic's existing bond indebtedness.

### The Negative Pledge

The success of such a transaction will depend, as it always does, on finding an effective tool to encourage PDVSA bondholders and promissory note holders to accept the Republic's exchange offer. After all, the temptation to hold out of this transaction will be particularly strong. The stock of PDVSA debt will be reduced by whatever portion of the existing creditors accept the Republic's exchange offer. That will, the logic goes, improve the position of the holdouts because -- should the remaining debt instruments in the hands of the holdouts later go into default -- all of PDVSA's assets will be available to satisfy a smaller universe of claims.

This is where PDVSA's negative pledge clause may play a useful role. PDVSA's negative pledge clause (which appears in both PDVSA bonds and promissory notes) generally prohibits PDVSA and its subsidiaries from incurring any liens over assets to secure other indebtedness without equally and ratably securing the instruments containing the negative pledge clause. There are, however, a total of twenty seven so-called "Permitted Liens" that are expressly permitted under the PDVSA negative pledge covenant. The relevant one for our purposes is number 24 which reads as follows:

Liens in favor of the Venezuelan government or any agency or instrumentality thereof to secure payments

under any agreement entered into between such entity<sup>1</sup>  
and the Issuer [PDVSA] or a Subsidiary of the Issuer;

In other words, PDVSA is allowed under each of its bonds and promissory notes to pledge its assets in favor of the Venezuela Government to secure payments under “any agreement” between PDVSA and the Government.

### Transaction Structure

PDVSA will naturally be obliged to reimburse the Republic for amounts that the Republic will be required to spend to service the Republic bonds that will be issued in the exchange offer. That exchange offer effectively lifted liabilities off of the balance sheet of PDVSA and put them on to the shoulders of the Republic. Let’s assume that this reimbursement undertaking on the part of PDVSA is documented by some form of Reimbursement Agreement. Under PDVSA’s negative pledge clause, the company’s existing creditors have already agreed that PDVSA is free to pledge its assets -- all or any part of its assets -- to secure its obligations to the Republic under such a Reimbursement Agreement.

Assuming that such a security interest in favor of the Republic were duly perfected in all relevant jurisdictions, it would put the Republic in the position of having a first priority security interest in PDVSA’s assets. A holdout creditor that obtained a judgment against PDVSA under a PDVSA bond or promissory note and who sought to attach a PDVSA asset or receivable to satisfy such a judgment would thus always be junior to the Republic’s senior security interest.<sup>2</sup> If the holdout creditor were to force the issue, the asset would be sold subject to the Republic's senior lien. It would thus be sold for nothing and the senior lien would remain in place.

The prospect of not being able to attach PDVSA assets to secure a judgment against PDVSA ought significantly to change the calculus for prospective holdouts. The closest analogy to this situation was the Iraq debt restructuring of 2005-08. As explained in a prior article:

---

<sup>1</sup> Petróleos de Venezuela S.A. as Issuer, PDVSA Petróleo, S.A. as Guarantor, Wilmington Trust Company as Trustee, *Indenture* dated as of October 29, 2010, Section 1.01, “Permitted Liens”.

<sup>2</sup> As things now stand, the Republic is in danger of U.S. courts finding that PDVSA is the “alter ego” of the Republic of Venezuela, with the practical consequence that unpaid creditors of the Republic could attach PDVSA assets to satisfy their claims against the Republic. Such a finding of alter ego status would jeopardize the approach suggested in this article because the pledgor (PDVSA) and pledgee (the Republic) of the PDVSA assets will, under that scenario, be regarded as the same entity. A new administration in Venezuela would therefore be well advised promptly to restore a degree of independence to PDVSA in order to minimize the risk that the alter ego argument will succeed.

In May 2003, following the coalition invasion of Iraq to oust Saddam Hussein, the United Nations Security Council adopted Resolution 1483 (22 May 2003). Among other things, that Resolution encouraged the new government in Iraq to restructure the roughly \$140bn debt stock that Saddam had accumulated during his tenure. In the context of “the desirability of prompt completion of the restructuring of Iraq’s debt”, the Resolution immunised all petroleum assets of Iraq against “any form of attachment, garnishment, or execution” and clothed the proceeds of Iraqi oil sales (as well as the bank account into which the proceeds of all such oil sales were to be directed) with privileges and immunities identical to those enjoyed by the United Nations itself.

...

It worked. In late 2004, Iraq negotiated an 80% nominal writeoff of its debt owed to Paris Club countries and a long-term restructuring of the balance of the claims. This translated into an 89.75% reduction in the new present value of those claims. That same NPV (net present value) haircut was then offered to the holders of roughly \$21bn of Saddam-era debt owed to private sector creditors and virtually all of those holder accepted it. The UNSC-mandated immunisation of Iraqi assets undoubtedly helped to dampen any hope that a better recover could be achieved at the sharp end of a litigation.<sup>3</sup>

The result that the U.N. Security Council achieved by its Resolution 1483 (dissuading holdout creditors by preventing them from attaching Iraqi assets to satisfy Saddam-era claims), the Republic of Venezuela should be able to replicate by taking a first priority security interest in PDVSA assets as part of an assumption by the Republic of PDVSA liabilities.

\* \* \* \*

---

<sup>3</sup> Lee C. Buchheit, G. Mitu Gulati & Ignacio Tirado, *The problem of holdout creditors in Eurozone sovereign debt restructurings*, J. INT’L BANKING AND FIN. L. (April 2013) at 191.

# ¿Cómo disuadir a acreedores “holdout” en una restructuración de bonos y pagarés de PDVSA?

5 páginas

Publicado el 25 de octubre de 2017.

## Lee C. Buchheit

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LL.P –New York Office.

## G. Mitu Gulati

Duke University School of Law.

Fecha del documento: 25 de octubre de 2017.

## **Resumen ejecutivo**

Los cálculos sobre el potencial daño que los acreedores “holdout” podrían ocasionar en una restructuración de la deuda soberana de Venezuela son probablemente las razones más importantes por las cuales el gobierno de Maduro no ha intentado aún este ejercicio. Al próximo gobierno venezolano –cuando quiera y como quiera que esto ocurra—no le faltará asesoría sobre las distintas opciones para poder minimizar o neutralizar la amenaza que representan estos acreedores “holdout”. Este breve artículo pretende ser una contribución más a la literatura creciente sobre el tema. En el supuesto que la República de Venezuela reconozca que en el país existe, en realidad, un único riesgo crediticio del sector público y que la distinción entre los bonos de la República y los bonos de PDVSA es una construcción artificial, la República podría ofrecer un intercambio de los bonos existentes de PDVSA por bonos nuevos de la República a valor nominal. Esta oferta de intercambio, de hacerla, sería de alguna manera el preámbulo a una restructuración general de la deuda que incluiría todos los bonos vigentes pendientes.

La pregunta será, como siempre, ¿cómo persuadir a los acreedores de PDVSA para que participen en una oferta de intercambio de este tipo?

Un método para hacerlo podría ser que PDVSA pignore todos sus activos a favor de la República en contraprestación para que, a su vez, la República se subrogue en la totalidad de las obligaciones de PDVSA documentada en bonos y pagarés. Esta posibilidad está expresamente permitida en la documentación de los bonos y pagarés de PDVSA. Consecuentemente, los actuales acreedores tendrían la plena libertad de declinar intercambiar sus acreencias por bonos nuevos de la República. Sin embargo, de hacerlo, tendrían que asumir la posibilidad que un acreedor prendario preferente -- a saber, la República -- sería el acreedor preferente sobre los activos de PDVSA. Así, la República tendría el derecho preferente frente a cualquier acreedor “holdout” que pueda intentar embargar tales activos para satisfacer una sentencia a su favor en contra de PDVSA. Esta posibilidad debería hacer pensar dos veces a cualquier acreedor sobre las ventajas de ser un “holdout”.

**Palabras clave:** Venezuela, deuda soberana, restructuración, prenda negativa, PDVSA

**Clasificación JEL:** F34, G33, H63, H74, H81, K12, K22

**Forma sugerida para citar:**

Buchheit, Lee C. y Gulati, G. Mitu, Cómo disuadir a acreedores “holdout” en una restructuración de bonos y pagarés de PDVSA (25 de octubre 2017), disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3058468>

## ¿Cómo disuadir a los acreedores “holdout” en una restructuración de bonos y pagarés de PDVSA?

Lee C. Buchheit & Mitu Gulati

Consideramos que las siguientes premisas son evidentes:

- En un futuro cercano Venezuela necesitará reestructurar su deuda externa.
- Debido a las extensas relaciones comerciales del país con los Estados Unidos de Norteamérica (principalmente a través de la empresa estatal de petróleo, Petróleos de Venezuela S.A –PDVSA-), el riesgo legal que representan los potenciales acreedores “holdout” es grave.
- En consecuencia, se deben identificar uno o más mecanismos a fin de neutralizar el potencial riesgo de estos acreedores “holdout”, particularmente en el caso de PDVSA (propietaria de los activos más susceptibles a ser embargados en procedimientos legales incoados por dichos acreedores “holdout”).

La asesoría jurídica gratuita es hoy el bien más escaso del planeta. Sin embargo, esto es precisamente lo que han estado recibiendo recientemente, en cantidades abismales, las posibles futuras autoridades venezolanas. A la fecha, los distintos comentaristas han sugerido al menos siete u ocho métodos posibles para minimizar el comportamiento “holdout” de los acreedores vis-à-vis una futura restructuración de la deuda venezolana. Estas ideas van desde iniciar un procedimiento abierto de quiebra de PDVSA, pasando por transferir la concesión para la extracción y venta del crudo de PDVSA a una nueva compañía, hasta propuestas más modestas que plantean activar cláusulas existentes en los bonos de PDVSA y de la República de Venezuela a fin de disuadir a los posibles acreedores “holdout” y atenuar el riesgo representado por los que insisten en mantener un comportamiento “holdout”. La situación se complica más aún debido a que PDVSA, adicionalmente a sus \$25 mil millones de dólares de EEUU de deuda en bonos pendientes, ha estado emitiendo pagarés independientes (*free-standing*) sometidos a la jurisdicción de Nueva York para pagar sus obligaciones con proveedores no canceladas. La estimación del total del monto de emisiones de pagarés varía ampliamente de \$3 hasta \$14 mil millones de dólares de EEUU. Sea cual sea, de un modo u otro, éste es un monto considerable que no puede dejarse de lado en un ejercicio de restructuración de la deuda.

Desde el punto de vista de un restructurador de deuda, estos pagarés son como “radicales libres”, muy peligrosos. A diferencia de los bonos de PDVSA, los pagarés no contienen disposiciones que permitan que una mayoría de tenedores, ampliamente dispersa, modifique los instrumentos u otorgue renunciaciones (*waivers*). Estos pagarés han sido emitidos en series separadas para cada uno de los proveedores y podrían, por tanto, atraer fácilmente la atención no deseada de los acreedores “holdout” quienes no deseen someterse a las decisiones colectivas de sus pares acreedores. Las herramientas contractuales que se pudiesen haber utilizado para facilitar una restructuración de bonos de PDVSA, por tanto, no estarán disponibles para la restructuración de los pagarés de PDVSA.

A esta cornucopia de asesoría legal gratuita sobre posibles estructuras contractuales añadimos una más: una oferta de intercambio. La República de Venezuela se ha endeudado en los

mercados internacionales de bonos independientemente de PDVSA aun cuando ambos, desde la perspectiva del acreedor, son ampliamente intercambiables. PDVSA produce el 95% del total de los ingresos en divisas del país y se encuentra totalmente bajo el control del gobierno venezolano.

Una posible aproximación a la restructuración de la deuda externa del país podría consistir en centralizar todas las obligaciones en cabeza de la República. Esto podría lograrse a través de una oferta de bonos nuevos de la República para ser intercambiados por los instrumentos de deuda pendientes de PDVSA (bonos y pagarés).

Los mencionados bonos nuevos de la República serían posteriormente restructurados junto con, y en los mismos términos de, la demás deuda pendiente en bonos de la República.

### **Prenda negativa (o promesa de no constituir gravámenes)**

El éxito de una transacción de esta naturaleza dependerá, como siempre depende, de identificar un mecanismo efectivo para convencer a los tenedores de bonos y de pagarés de PDVSA que acepten esta oferta de intercambio hecha por la República. Después de todo, la tentación de no aceptar esta oferta y mantener un comportamiento “holdout”) será particularmente fuerte. El total de la deuda de PDVSA se reducirá en la misma proporción en la que los acreedores existentes acepten la oferta de intercambio hecha por la República. En consecuencia, siguiendo un razonamiento lógico, ello mejoraría la posición de los tenedores “holdout” debido a que --si posteriormente los instrumentos de deuda remanente en posesión de los “holdout” entran en incumplimiento (*default*) -- todos los activos de PDVSA estarían disponibles para satisfacer un universo más reducido de acreedores.

Es aquí donde la cláusula de prenda negativa (*negative pledge*) de PDVSA podría jugar un papel importante. La cláusula de prenda negativa de PDVSA (consagrada tanto en los bonos como en los pagarés de PDVSA) prohíbe, en general, que PDVSA y sus subsidiarias constituyan cualquier gravamen sobre activos con la finalidad de garantizar otros endeudamientos sin que se otorgue prorrata y equitativamente la misma garantía a los demás instrumentos que contengan la cláusula de prenda negativa. Sin embargo, existe un total de veintisiete gravámenes de los denominados “Gravámenes Permitidos” que están expresamente permitidos en las disposiciones de la prenda negativa de PDVSA. Para fines de nuestro argumento la importante es la número 24 que reza como sigue:

“Los gravámenes a favor del gobierno de Venezuela, o de cualquier ente u organismo asociado con el mismo, constituidos a fin de garantizar los pagos bajo cualquier acuerdo que se celebre entre tales entes u órganos<sup>4</sup> y el Emisor (PDVSA) o una subsidiaria del Emisor”.

En otras palabras, a PDVSA se le permite bajo cada uno de sus bonos y pagarés pignorar activos a favor del gobierno de Venezuela para garantizar pagos bajo “cualquier acuerdo” entre PDVSA y el Gobierno.

---

<sup>4</sup> Petróleos de Venezuela S.A. como emisor, PDVSA Petróleo, S.A. como garante, Wilmington Trust Company como fideicomisario, contrato de fideicomiso fechado el 29 de octubre de 2010, Sección 1.01, “Garantías Permitidas”.



La estructura de la transacción obligaría a PDVSA naturalmente a reembolsar a la República los montos que, a su vez, la República requiera destinar al servicio de los bonos de la República emitidos como resultado de la oferta de intercambio. Esta oferta de intercambio efectivamente eliminó los pasivos de los balances contables de PDVSA y los colocó en cabeza de la República. Asumamos que este acuerdo de reembolso por parte de PDVSA se documenta mediante algún tipo de ‘Convenio de Repago’. De conformidad con la cláusula de prenda negativa de PDVSA, los acreedores existentes de la empresa ya habrán consentido que PDVSA ejerza el derecho a pignorar sus activos—o parte de sus activos—a fin de garantizar las obligaciones con la República asumidas conforme al referido ‘Convenio de Repago’. Si se asume que la referida pignoración a favor de la República se perfecciona legalmente en todas las jurisdicciones importantes, ello otorgaría a la República el derecho preferente sobre los activos de PDVSA. De esta forma, un acreedor “holdout” que sea favorecido por una sentencia en contra de PDVSA en relación a un bono o un pagaré y que intente embargar un activo de PDVSA, o alguna de sus partidas por cobrar, a fin de ejecutar la sentencia y satisfacer su demanda, siempre será precedido por la República como acreedor preferente<sup>5</sup>. Si el acreedor “holdout” decidiese forzar la ejecución, el activo se liquidaría sujeto al derecho preferente de la República. Por tanto se liquidaría por un valor muy inferior y la República mantendría en todo caso su derecho preferente.

La perspectiva de no poder embargar los activos de PDVSA para garantizar una decisión judicial contra PDVSA debería afectar significativamente el cálculo de los potenciales acreedores “holdout”. El caso precedente más similar se refiere a la restructuración de deuda de Iraq del 2005-2008. Según explicamos en un artículo anterior:

En Mayo del 2003, siguiendo la invasión de la coalición a Iraq a fin de derrocar a Saddam Hussein, el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas adoptó la Resolución 1483 (22 de mayo del 2003). Entre otros, ésta Resolución facilitó la restructuración total de la deuda al nuevo gobierno iraquí en un monto aproximado de US\$ 140 mil millones de dólares de EEUU, acumulados por el gobierno de Saddam durante su mandato. Dentro del marco del “interés en la pronta resolución de la restructuración de la deuda de Iraq”, la mencionada Resolución *inmunizó* todos los activos petroleros iraquíes frente a “cualquier tipo de orden de embargo, retención o ejecución” y protegió a los ingresos procedentes de la venta del petróleo iraquí (así como a las cuentas bancarias en las cuales se depositarían tales ingresos) con privilegios e inmunidades idénticas a las que goza las Naciones Unidas en sí misma.

Funcionó. A finales del 2004, Iraq negoció la condonación del 80% del valor nominal de su deuda con los países del Club de Paris, junto con una restructuración a largo plazo del remanente de esas obligaciones. Esto resultó en una reducción equivalente al 89.75% del valor presente neto de esas

---

<sup>5</sup> En el actual contexto país, la República se expone al riesgo que un tribunal de EEUU determine que PDVSA es en realidad el “alter ego” de la República de Venezuela, con el resultado práctico que los acreedores de la República que no hayan sido cancelados puedan embargar activos de PDVSA para satisfacer sus demandas contra la República. Esta determinación sobre este status de “alter ego” menoscabaría la estrategia que se propone en este artículo ya que, en este escenario, el deudor pignoraticio (PDVSA) y el acreedor prendario (la República) de los activos de PDVSA serán considerados como una misma entidad. En consecuencia sería conveniente que una nueva administración en Venezuela restablezca, a la brevedad posible, cierto grado de independencia a PDVSA para minimizar el riesgo que el argumento de “alter ego” pueda tener éxito.

acreencias. Seguidamente, la misma reducción en el valor presente neto (NPV) fue ofrecida a los acreedores del sector privado de la deuda -- ubicada en aproximadamente US\$ 21 mil millones de dólares de EEUU -- acumulados durante la era de Saddam, la cual fue virtualmente aceptada por todos los acreedores. Esta resolución del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas con la *inmunización* de los activos de Iraq, sin duda contribuyó a bajar las expectativas de los acreedores de esperar una futura mejor oportunidad para recuperar sus créditos a través de intensos procesos judiciales<sup>6</sup>.

El resultado logrado por la Resolución 1483 del Consejo de Seguridad de la ONU (de disuadir a cualquier acreedor “holdout”, impidiendo así cualquier posible embargo de los activos iraquíes para satisfacer sus créditos de la era-Saddam) debería poder ser replicado por la República de Venezuela al asumir una posición preferente en las acreencias de PDVSA como parte de la subrogación por la República en las obligaciones de PDVSA.

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

---

<sup>6</sup> Lee C. Buchheit, G. Mitu Gulati & Ignacio Tirado, The problem of holdout creditors in Eurozone sovereign restructurings (*El problema que representan los acreedores holdout en las re-estructuraciones soberanas de la Eurozona*), J. Int’ BANKING AND FIN. L. (abril 2013) pág 191.