

A propósito del caso de los bonos PDVSA 2020 y la interaplicación del derecho mercantil y constitucional

José Ignacio Hernández G.*

RVDM, Nro. 6, 2021. pp-105-133

Resumen: El caso de los Bonos PDVSA 2020 ilustra la interaplicación de del Derecho Mercantil y Constitucional a PDVSA. Aunque PDVSA puede realizar operaciones de deuda bajo un marco jurídico flexible, en 2016 decidió ceder en garantía acciones de Citgo Holding, Inc. en una irracional operación de canje de los Bonos 2017 por los Bonos 2020. Si hubieran actuado con autonomía, los administradores de PDVSA no hubieran aprobado esta operación. Pero en ese momento, estaban sujetos a controles políticos del Gobierno. Como resultado, PDVSA ignoró el Acuerdo aprobado por la Asamblea Nacional el 27 de septiembre de 2016, que rechazó categóricamente su capacidad para ceder en garantías las acciones de Citgo.

Palabras clave: Operaciones de deuda de PDVSA, deberes de diligencia de los administradores, principio de racionalidad de la deuda, Bonos PDVSA 2020, controles parlamentarios sobre las empresas públicas.

About the case of the PDVSA 2020 bonds and the inter-application of commercial and constitutional law

Abstract: *The PDVSA 2020 Notes case illustrates the inter-application of the Commercial and Constitutional Law to PDVSA. Although PDVSA can enter into debt transactions under a flexible framework, in 2016, it decided to pledge Citgo Holding, Inc. shares in an irrational swap transaction of the 2017 Notes into the 2020 Notes. Had they acted with autonomy, the PDVSA administrators would not have agreed in the transaction. But at that time, they were subject to political controls of the Government. As a result, PDVSA ignored the Resolution approved by the National Assembly on September 27, 2016, which categorically rejected its capability to pledge Citgo's shares.*

Key Words: *PDVSA debt transaction, administrator's diligence duties, debt rationality principle, PDVSA 2020 Notes, parliamentary controls over state-owned corporations.*

* Profesor de la Universidad Católica Andrés Bello. Profesor invitado de la Universidad Castilla-La Mancha y en la Universidad de Taskent. Investigador, Escuela Kennedy de la Universidad de Harvard

A propósito del caso de los bonos PDVSA 2020 y la interaplicación del derecho mercantil y constitucional

José Ignacio Hernández G.*

RVDM, Nro. 6, 2021. pp-105-133

SUMARIO:

INTRODUCCIÓN. *1. La emisión de los Bonos PDVSA 2020 y la irracionalidad en la actividad económica de la Administración Pública. 2. El argumento de invalidez de los Bonos PDVSA y la buena fe de los tenedores.* CONCLUSIONES. BIBLIOGRAFÍA.

INTRODUCCIÓN

En un reciente artículo publicado en esta Revista, el profesor Pedro Rengel Núñez¹ realizó un completo análisis del caso de los Bonos PDVSA, en cual, además, realiza algunas reflexiones críticas sobre principal argumento bajo el cual Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA) y PDV Holding, Inc., demandaron la nulidad de los contratos de emisión y de garantía de esos Bonos, a saber, que PDVSA requería la autorización previa de la Asamblea Nacional para celebrar tales contratos, en tanto éstos fueron considerados contratos de interés público².

Partiendo de algunas de las reflexiones y conclusiones del profesor Rengel Núñez, en este breve artículo queremos brindar otra visión del señalado caso, desde la aplicación (e interaplicación) del Derecho Mercantil y Constitucional a PDVSA, incluso, en operaciones de crédito público regidas por el Derecho de Nueva York. Esto nos permitirá rebatir algunas de las conclusiones del profesor Rengel Núñez, en especial, de cara a la tesis de los actos propios y la supuesta incompatibilidad entre la demanda de nulidad y la necesaria renegociación de la deuda pública externa venezolana.

* Profesor de la Universidad Católica Andrés Bello. Profesor invitado de la Universidad Castilla-La Mancha y en la Universidad de Taskent. Investigador, Escuela Kennedy de la Universidad de Harvard

¹ Pedro Rengel Núñez, El sonado caso de los Bonos PDVSA 2020, en *Revista Venezolana de Derecho Mercantil* N° 5, 2020, Sociedad Venezolana de Derecho Mercantil, Caracas (35-58).

² El caso es *Petroleos De Venezuela S.A. v. MUFJG Union Bank, N.A.* (1:19-cv-10023), Corte de Distrito Sur de Nueva York. Las actuaciones pueden consultarse en: <https://www.courtlistener.com/docket/16397434/petroleos-de-venezuela-sa-v-mufjg-union-bank-na/?page=1> El caso se inició con la demanda de nulidad en contra del contrato de emisión de los Bonos 2020 (“8.50% Senior Secured Notes due 2020”), suscrito por PDVSA y PDVSA Petróleo, S.A., así como en contra del contrato de garantía suscrito por PDVSA y PDV Holding, Inc. Este ensayo se basa únicamente en información pública disponible. Debe aclararse que cuando la demanda fue interpuesta, el autor de este ensayo ejercía el cargo de Procurador Especial a cargo de la representación judicial de PDVSA.

Para ello, este artículo se divide en dos partes. La primera resume las condiciones bajo las cuales los Bonos PDVSA 2020 fueron emitidos, un aspecto central para comprender su invalidez debido a la irracionalidad de esas condiciones y la violación del principio de diligencia que regía a los administradores de PDVSA, y que llevó a eludir, fraudulentamente, los controles parlamentarios aplicables. La siguiente parte explica el principal fundamento de la invalidez, que no se basaba tanto una discusión de Derecho Constitucional venezolano, sino en el necesario reconocimiento de los Acuerdos de la Asamblea Nacional como actos oficiales del Estado que limitaban la capacidad contractual de PDVSA. Ello. Permite explicar por qué la tesis de los actos propios no es aplicable, y por qué la demanda de nulidad no se oponía a la renegociación ordenada y consensuada de la deuda.

Más allá del caso -de por sí interesante- este episodio permite debatir, académicamente, un tema que la doctrina venezolana no ha reparado debidamente, cual es el régimen jurídico de la deuda pública externa, como ejemplo de la interaplicación del Derecho Público y Privado a la actividad financiera del Estado.

1. La emisión de los Bonos PDVSA 2020 y la irracionalidad en la actividad económica de la Administración Pública

La emisión de los Bonos PDVSA 2020 es resultado de una decisión económica irracional de PDVSA que violó normas y principios de Derecho Administrativo y Mercantil, y que además, eran del conocimiento público, y tanto más, del conocimiento de los operadores económicos que transaban con títulos de deuda venezolana. Esa irracionalidad fue denunciada públicamente por la Asamblea Nacional, pero PDVSA -entonces, bajo el control político del Gobierno Nacional- optó por ignorar tales advertencias y avanzar en una operación que fue tan nociva a sus intereses como favorable a los intereses de los tenedores. Este es un aspecto fundamental para ponderar mejor la demanda de nulidad y atemperar la aplicación del principio de los actos propios y, en general, la protección de la buena fe de los acreedores.

1.1. Breve aproximación al principio de racionalidad en las operaciones de crédito público desde el Derecho Administrativo y Mercantil

En términos generales, el Derecho Administrativo establece técnicas de control de la actividad administrativa llamadas a prevenir medidas irracionales, esto es, decisiones que no pueden justificarse en razones objetivas y verificables. Tales técnicas aplican, sin embargo, para la actividad administrativa de limitación, esto es, la actividad administrativa de imperio, que se traduce en actos administrativos cuya nulidad puede ser demandada, incluso, por violación del principio de racionalidad.

No sucede lo mismo con la actividad administrativa de gestión económica, esto es, aquella a través de la cual la Administración Pública ofrece bienes y servicios, en especial, a través de sociedades mercantiles conocidas como “empresas públicas”. No existen instrumentos claros llamados a prevenir la irracionalidad -y arbitrariedad- de la actividad administrativa de gestión económica. Pero ello no significa que las empresas públicas, como PDVSA, puedan actuar irracionalmente³.

A efectos de este ensayo, interesa analizar la racionalidad de la actividad de gestión económica orientada a la emisión de deuda, en concreto, títulos valores. PDVSA está sometida a las normas de Derecho Administrativo que regulan las operaciones de crédito público, esto es, de endeudamiento, contenidas en la Ley Orgánica de la Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP). Sin embargo, PDVSA está exceptuada del requisito formal que exige que toda operación de crédito público se enmarque en los límites definidos en la Ley de endeudamiento que debe aprobar la Asamblea Nacional (artículo 101). Ello no significa que PDVSA puede actuar al margen de la LOAFSP. Antes por el contrario, y salvo la excepción señalada, PDVSA se rige por los controles derivados de la LOAFSP. En especial, PDVSA solo puede emitir títulos valores si acredita su *capacidad de pago* (artículo 101, LOAFSP).

El concepto de capacidad de pago está vinculado con el artículo 312 constitucional, que alude a “*la capacidad de generar ingresos para cubrir el servicio de la deuda pública*”, en consonancia con el principio de equilibrio fiscal previsto en el artículo 2 de la LOAFSP. Estos principios exigen que la emisión de títulos valores por PDVSA tome en cuenta su capacidad de pago y sea, por ello, resultado de un análisis económico racional que salvaguarde el prudente manejo del patrimonio público, como entre otras normas reitera el artículo 7 de la Ley contra la Corrupción. El 81 de la LOAFSP resume estos principios al señalar que “*las operaciones de crédito público tendrán por objeto arbitrar recursos para realizar inversiones reproductivas, atender casos de evidente necesidad o de conveniencia nacional y cubrir necesidades transitorias de tesorería*”.

Estas normas y principios imponen especiales deberes de diligencia a los administradores de PDVSA, adicionales aquellos que derivan del Derecho Mercantil, que también aplica a PDVSA. Así, esta empresa pública está sometida a los deberes de diligencia aplicables a los administradores de sociedades mercantiles, deberes que son mayores tomando en cuenta que PDVSA administra patrimonio público. Estos deberes mercantiles no se rebajan por el hecho de que PDVSA no pueda tener la condición de

³ Jesús Caballero Ortiz, *Las empresas públicas en el Derecho Venezolano*, Editorial Jurídica Venezolana, Caracas, 1982 (38).

comerciante: en tanto realiza una actividad mercantil, PDVSA queda sometida a los deberes derivados del Código de Comercio y que le imponen administrar con diligencia su patrimonio, siguiendo a Alfredo Morles Hernández⁴.

Este deber de diligencia -explica Goldschmidt- se asocia a una obligación de medios, en tanto los administradores deben orientar su gestión a la preservación patrimonial de la empresa, como derivación del mandato al cual se contrae el artículo 243 del Código de Comercio⁵. Cabe aquí hablar de *deber fiduciario*, en el sentido que los administradores, lejos de obrar con base en intereses propios o ajenos, deben orientarse a proteger patrimonialmente a la sociedad. Este deber fiduciario es una de las razones por las cuales los administradores de PDVSA deben obrar con autonomía respecto del Gobierno Nacional -una autonomía desconocida a partir de 2002-.

1.2. La irracionalidad financiera de la emisión de los Bonos PDVSA 2020

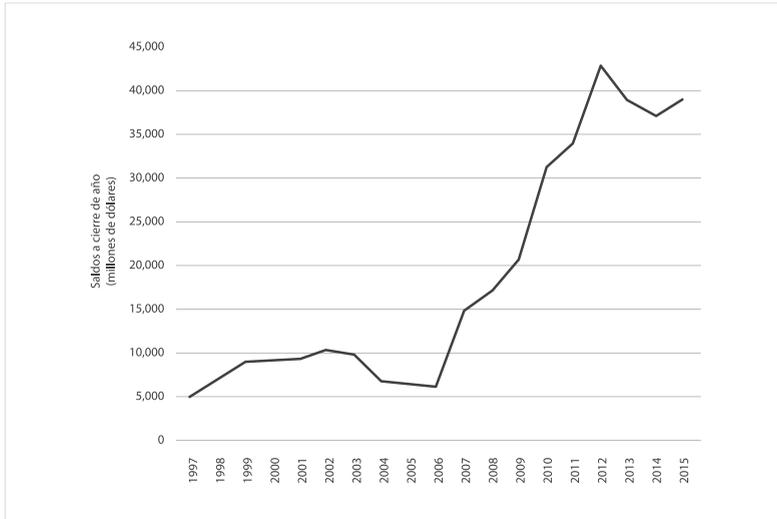
Los Bonos PDVSA 2020 fueron emitidos en octubre de 2016 como resultado del canje de Bonos con vencimiento en 2017. A finales de 2016 era evidente que las políticas predatorias que violaron la autonomía de PDVSA habían conducido al colapso de su capacidad de producción, al tiempo que su endeudamiento público crecía de manera irracional. Esta situación había afectado severamente la capacidad de pago de PDVSA, y los riesgos de incumplimiento -*default*- eran elevados. No se exagera si se señala que, para entonces, PDVSA como sociedad mercantil atravesaba una crisis patrimonial que ponía en riesgo su solvencia y liquidez⁶.

Así, hasta 1997 el endeudamiento externo de PDVSA se mantuvo dentro del umbral de 10.000 millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD). Desde 2007, sin embargo, el endeudamiento externo de PDVSA comenzó a incrementar. Ese endeudamiento no se basó en el giro o tráfico comercial de PDVSA y sus empresas filiales, sino que por el contrario, respondió a la violación de la autonomía administrativa de PDVSA. En otras palabras, el incremento del endeudamiento de PDVSA solo puede explicarse en el contexto de las políticas predatorias adoptadas por Chávez desde 2002, y por las cuales utilizó a PDVSA para cumplir fines propios del modelo socialista. El siguiente cuadro resume la evolución del endeudamiento externo de PDVSA hasta 2015:

⁴ Alfredo Morles Hernández, *Curso de Derecho Mercantil, Tomo II*, Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2004 (1.439).

⁵ Roberto Goldschmidt, La responsabilidad de los administradores de las sociedades anónimas en el derecho venezolano, en *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Central de Venezuela* N° 17, Universidad Central de Venezuela, 1959 (15).

⁶ Como explicamos en José Ignacio Hernández G., “Hacia una regulación mercantil de protección de activos de empresas públicas en caso de insolvencias”, en *Revista Venezolana de Derecho Mercantil* N° 15, 2018, Sociedad Venezolana de Derecho Mercantil, Caracas (312-344).



Cuadro N° 1 Endeudamiento externo de PDVSA

Fuente: Banco Central de Venezuela

Para 2016, el sobre-endeudamiento de PDVSA y en general, la violación de su autonomía, habían repercutido negativamente en la producción petrolera, y por ende, en sus ingresos y flujos de caja. La caída de los precios del petróleo a comienzos de 2016 (de un precio promedio de 110,5 USD por barril, se pasó en enero de 2016 a 30,7 USD por barril) agravó los efectos de este colapso y, en general, exacerbó los efectos de la contracción de ingresos en diversas áreas derivadas de la exportación petrolera, fuente casi única de divisas.

El régimen de Maduro trató de responder a esta crisis mediante un recorte dramático de las importaciones, estimado en no menos del 70% de acuerdo con el pico de importaciones de 2012. PDVSA reconoció esta debacle en sus estados financieros de 2016: sus ingresos netos antes de “contribuciones sociales” cayeron a 1,8 millardos –en comparación con el promedio de 19,2 millardos de USD entre 2005 y 2015-. De todo ello resultó que el financiamiento neto se tornó negativo –por vez primera desde 2005-. Frente a este colapso, PDVSA optó por reducir dramáticamente las “contribuciones sociales”, por reducir inversiones (que cayeron 54% en dos años), por incumplir pagos a contratistas e incrementar su ilegítimo endeudamiento con el BCV.

Debido a este conjunto de factores, la rentabilidad y situación financiera de PDVSA era crítica para el momento del canje e incluso hasta dos años antes. Hernández y Monaldi realizaron estimaciones de la rentabilidad y el flujo de caja de PDVSA muy cercano al momento del canje y emisión del Bono 2020, y los resultados son reveladores. Con supuestos razonables y asumiendo un valor de \$40 para la cesta venezolana en promedio para el 2016 (el promedio de 2016 terminó siendo aproximadamente 35/

barril, es decir 5 por barril menos), los autores estimaron ingresos en dólares en caja de PDVSA de apenas 14.8 millardos para 2016, pérdidas después de impuestos y gastos de 2.6 millardos, flujo de caja de operaciones de apenas 0.87 millardos (gracias a atrasos con proveedores de más de 4 millardos), y flujo de caja antes de financiamiento negativo de 7.5 millardos. Es decir, en lugar de estar produciendo divisas en términos netos para la nación, PDVSA estaba generando pérdidas contables y produciendo flujo de caja negativo⁷. Por ello, para el 2016, la situación en PDVSA era absolutamente crítica, y los mercados indicaban que la probabilidad de un default en los próximos 5 años era 97%⁸.

Esta precaria condición fue denunciada por la Asamblea Nacional en Acuerdo de 4 de agosto de 2016⁹, en la cual exhortó al “*Ejecutivo Nacional y a la directiva de la Estatal PDVSA a mantener una sana política de endeudamiento, tanto financiera como comercial que no afecte a largo plazo los intereses del país y de la propia industria petrolera*”. Este exhorto implicaba avanzar en un programa integral de renegociación de la deuda pública que requería el control de la Asamblea Nacional -un control que el entonces Gobierno de Nicolás Maduro bloqueó, a través de ilegítimas decisiones de la Sala Constitucional.-

Por ello, como PDVSA no podía participar en un proceso integral de renegociación de su deuda, optó -siguiendo instrucciones del Gobierno de Maduro- por limitarse solo a solucionar el problema derivado de su incapacidad para pagar los títulos valores con vencimiento en 2017. Así, para el último trimestre de 2016, PDVSA anticipó problemas para el cumplimiento con los bonos con vencimiento en abril y noviembre de 2017, por un total de 7.100 millones de USD. Para tratar de solucionar ese problema, PDVSA diseñó una operación de canje de esos bonos por nuevos títulos con vencimiento en 2020.

Esta decisión no fue racional, pues no solucionaba el problema de fondo, a saber, el colapso de la producción petrolera y los severos problemas de flujo de caja derivados del endeudamiento no-sostenible de PDVSA. Los administradores de PDVSA, sin embargo, decidieron obrar al margen del deber de diligencia y servir a los intereses del Gobierno Nacional, que se basaban únicamente en solucionar la crisis de los Bonos 2017, en espera de que factores políticos y económicos exógenos pudiesen mejorar la situación de la empresa pública petrolera.

⁷ Francisco Monaldi e Igor Hernández, *Weathering Collapse: An Assessment of the Financial and Operational Situation of the Venezuelan Oil Industry*, Center for International Development, Harvard, 2016.

⁸ Reporte Bloomberg, “Venezuelan Credit Dashboard: Short-Term Default Concerns Ease.” 1º de junio de 2016, tomado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-06-01/venezuelan-credit-dashboard-short-term-default-concerns-ease>

⁹ Véase: <https://www.asambleanacionalvenezuela.org/actos/detalle/acuerdo-de-emplazamiento-al-ejecutivo-nacional-sobre-la-situacion-actual-de-la-compania-estatal-petroleos-de-venezuela-sa-pdvsa>

1.3. Las irracionales condiciones financieras del canje y emisión del Bono 2020

El 16 de septiembre de 2016 PDVSA publicó nota de prensa en la cual anunció su intención de canjear los títulos “5.250% Senior Notes” con vencimiento en 2017 (“Bonos Abril 2017”) y los títulos “8.50% Senior Notes” igualmente con vencimiento en 2017 (“Bonos Noviembre 2017”, referidos en lo adelante, y de manera conjunta, como “Bonos 2017”), por títulos con vencimiento en 2020. En total, el canje se extendió a 3.000 millones de USD por el primer título, y 4.100 millones de USD por el segundo, para un total de 7.100 millones de USD.¹⁰ En esa oferta se anunció que los nuevos bonos estarían asegurados con el 50,1% de las acciones de Citgo Holding, Inc. La oferta de canje, inicialmente, expiraba el 14 de octubre¹¹.

Los términos de la oferta de canje reconocieron que PDVSA actuaba bajo control político del Gobierno Nacional. Así, se reconoció que PDVSA realizaba aportes al desarrollo nacional, o sea, que sufraga gastos propios de la República para financiar programas sociales del Gobierno Nacional¹². Además, se admitió la precaria situación financiera de PDVSA como resultado de la caída de sus ingresos y del sobreendeudamiento¹³.

Los tenedores de los Bonos 2017, bajo las condiciones reconocidas en la oferta de canje, no tenían incentivos para participar en el canje, pues el riesgo de incumplimiento de PDVSA solo podía empeorar con el tiempo. Fue por ello que desde el inicio PDVSA ofreció un incentivo: el colateral sobre el 50,1% de las acciones de Citgo Holding, Inc., la empresa tenedores de acciones de CITGO Petroleum Corporation, Inc., que es a su vez filial de PDV Holding, Inc., filial de PDVSA.

Nunca antes PDVSA había emitido títulos valores con garantía sobre acciones de Citgo, su activo más importante en el extranjero. Esta garantía solo puede explicarse debido a las precarias condiciones financieras bajo las cuales PDVSA, siguiendo instrucciones del Gobierno Nacional, decidió ofrecer el canje de los Bonos 2017. Así, la intención de PDVSA de ceder derechos sobre Citgo formaba parte de la estrategia irresponsable de PDVSA de ceder activos para tratar de solucionar problemas de flujo de caja, tal y como fue denunciado en el citado Acuerdo del 4 de agosto de 2016. No es de extrañar por ello que en entrevista en *CNN En Español*, el 20 de septiembre de 2016, el diputado José Guerra explicó que PDVSA podía realizar la operación de canje

¹⁰ La “Contraprestación Total” ofrecida fue de 1,000 USD.

¹¹ Véase la oferta en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/906424/000119312516712239/d171369dex99t3e.htm>

¹² Páginas 4 y 5 del anexo de la Oferta.

¹³ Página 22.

sin necesidad de control previo de la Asamblea, pero no podía ceder en garantía las acciones de Citgo son control previo parlamentario, al tratarse de un contrato de interés público nacional¹⁴.

Incluso antes de la oferta, cuando ya en los mercados financieros se conocía de la intención de PDVSA de canjear los Bonos 2017 con nuevos títulos garantizados con acciones de Citgo, las dudas en torno a la validez de esta cesión estaban presentes, como alertó *The Wall Street Journal* el 14 de septiembre de 2016¹⁵. Poco después, el 19 de septiembre de 2021, *Reuters* reportó que la agencia *Standard & Poor's* había calificado la operación de canje como una “operación de salvamento” ante la crítica situación financiera de PDVSA. Además, la agencia informó que “*las dudas sobre el fundamento legal de la garantía de Citgo debilitaron la confianza de los inversores*”, pues “*la oposición de Venezuela, que controla el parlamento, ha dicho que se opondrá al uso de Citgo como garantía*”¹⁶.

La oferta no fue atractiva para los tenedores de los Bonos 2017, pues el colapso de PDVSA generaba riesgos que no eran del todo compensados por la garantía. Esto llevó a PDVSA a cambiar los términos de la oferta. Así, el 26 de septiembre, en otra nota de prensa, PDVSA decidió limitar la oferta al 75% del monto original ofrecido y aumentar la relación de intercambio (que originalmente había sido fijada en proporción 1:1).¹⁷ Esto es, ***que PDVSA ofreció pagar una prima a los tenedores de los Bonos 2017 que decidiesen particular en el canje.***

Al día después, esto es, el 27 de septiembre de 2016, la Asamblea Nacional aprobó un Acuerdo en ejecución de sus competencias de control sobre contratos de interés público (artículo 187.9 constitucional), en el cual, expresamente, objetó o rechazó que PDVSA cediera las acciones de Citgo en colateral, anunciando una investigación. Así, la Asamblea decidió¹⁸:

“Rechazar categóricamente que dentro de la operación de canje se ofrezca como garantía con prioridad por el 50.1% de las acciones que conforman el capital social de Citgo Holding INC, o que se constituya garantía sobre cualquier otro bien de la Nación”

¹⁴ Véase: <https://www.youtube.com/watch?v=jnCDa7FTfBg>

¹⁵ “Venezuela’s PdVSA to Offer to Swap \$7 Billion in Debt”, tomado de: <https://www.wsj.com/articles/venezuelas-pdvsa-to-offer-to-swap-7-billion-in-debt-1473878226>

¹⁶ “S&P says PDVSA bond swap offer ‘tantamount to default’”, *Reuters*, 19 de septiembre de 2016, tomado de: <https://www.reuters.com/article/us-venezuela-pdvsa-debt/sp-says-pdvsa-bond-swap-offer-tantamount-to-default-idUSKCN11Q05F>

¹⁷ La “Contraprestación Total” pasó a USD 1,170 para los Bonos Abril 2017 y USD 1,220 para los Bonos Noviembre 2017. Vid.: “Venezuela PDVSA sweetens bond swap terms after market skepticism”, *Reuters*, 26 de septiembre de 2016, en: <https://www.reuters.com/article/us-venezuela-pdvsa-debt/venezuela-pdvsa-sweetens-bond-swap-terms-after-market-skepticism-idUSKCN11X043>

¹⁸ Véase el texto del Acuerdo en: <https://www.asambleanacionalvenezuela.org/actos/detalle/acuerdo-sobre-la-situacion-financiera-actual-de-petroleos-de-venezuela-sa-234>

Tal y como reflejaron los medios de comunicación, durante el debate para la aprobación de ese Acuerdo, el diputado a la Asamblea Nacional y entonces presidente de la Comisión Permanente de Contraloría, Freddy Guevara advirtió que *“no solamente no reconoceremos esas operaciones, sino que investigaremos a todo aquel que realice ese canje, porque estaría incurriendo en desfalco a la Nación”*¹⁹. Así fue reseñada la noticia de la aprobación del Acuerdo²⁰:

“El acuerdo de rechazo al canje de bonos de Pdvsa aprobado por la mayoría opositora en la AN, recordó además que la petrolera estatal ha vendido su activos físicos y financieros «a precios inferiores al mercado”

La difusión del Acuerdo de la Asamblea Nacional, al elevar el riesgo de invalidez, disminuyó -todavía más- el atractivo del canje, lo que forzó a PDVSA a formular nuevas modificaciones el 12 de octubre de 2016²¹, y luego, a diferir la fecha de cierre el 17 al 21 de octubre²². En simultáneo, la Asamblea Nacional avanzaba en la investigación sobre PDVSA, debido a pruebas de corrupción. Tal y como entonces advirtió el presidente de la Comisión Permanente de Contraloría, Freddy Guevara, si PDVSA no podía pagar los Bonos 2017, era debido a la mala administración y la corrupción²³. Era evidente que la operación de canje resultaba inadecuada, como a comienzos de octubre resumieron Miguel Ángel Santos y Frank Muci²⁴:

“El servicio de deuda es el dinero requerido para cubrir intereses y principal de bonos de deuda en los lapsos estipulados al momento de emisión. Si contrastamos el servicio de deuda que teníamos antes (entre 2016 y 2017) con el que tenemos ahora (entre 2016 y 2020) es 2.095 millones de dólares más alto. ***Al considerar intereses y principal, esta operación hecha por el gobierno venezolano se reduce a ahorrarse unos 1.668 millones de dólares en 2016 y otros 1.839 millones en 2017, pero a cambio de pagar 2.003 millones de dólares más en 2018, 1.867 millones más en 2019 y otros 1.732 millones en 2020.***

Incluso a pesar de la garantía de CITGO (o precisamente porque el valor percibido en dicha garantía es insuficiente), la tasa de rendimiento implícita que se ofrece a los acreedores de bonos es de 21.7% en dólares ” (destacado nuestro).

¹⁹ *La patilla*, 27 de septiembre de 2016, tomado de: <https://www.lapatilla.com/2016/09/27/freddy-guevara-sobre-pdvsa-no-reconoceremos-ningun-canje-de-bonos-que-no-haya-sido-autorizado-por-la-an/>

²⁰ El estímulo, 27 de septiembre de 2016, tomado de: <https://elestimulo.com/elinteres/lo-que-exige-la-asamblea-nacional-tras-el-canje-de-bonos-de-pdvsa/>

²¹ *Reuters*, “Venezuela PDVSA again extends bond swap deadline”, 17 de octubre de 2016, tomado de: <https://www.reuters.com/article/venezuela-pdvsa-swap/venezuela-pdvsa-again-extends-bond-swap-deadline-idUSL1N1CJ026>

²² *Bloomberg*, 17 de octubre de 2016, “Venezuela’s PDVSA Sows Payment Doubts While Extending Swap”, tomado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-18/venezuela-extends-bond-swap-deadline-for-third-time-to-oct-21>

²³ “Parlamento venezolano denuncia malversación de 11.000 mln dlr en estatal PDVSA”, *Reuters*, 19 de octubre de 2016, tomado de: <https://www.reuters.com/article/venezuela-pdvsa-malversacion-idLTAKCN12J252>

²⁴ “Se vende país con vista al mar”, *Prodavinci*, 5 de octubre de 2016, tomado de: <https://historico.prodavinci.com/blogs/se-vende-pais-con-vista-al-mar-por-miguel-angel-santos-y-frank-muci/>

Esto es, que el canje de los Bonos 2017 no solo no resolvía los problemas de liquidez que habían llevado a PDVSA a intentar, a toda costa, diferir los pagos de esos títulos, sino que además, la operación incrementaba la deuda de PDVSA, además, cediendo las acciones de Citgo Holding, Inc. como colateral. Por ello, se trató de una operación irracional, que violó los principios y normas comentados de Derecho Administrativo e incluso, de Derecho Mercantil.

Esta irracionalidad quedó todavía más en evidencia cuando PDVSA anunció el 24 de octubre de 2016, que había logrado canjear apenas el 39% de los Bonos 2017, una cantidad ciertamente baja para generar algún alivio en los problemas de flujo de caja²⁵. Pese a ello, PDVSA avanzó en el canje, beneficiando a una minoría de los tenedores de los Bonos 2017, quienes además adquirieron derechos desproporcionados de garantía sobre el 50,1% de las acciones de Citgo Holding, Inc. (pues a pesar de que la oferta solo alcanzó el 39% de los Bonos 2017, no se modificó el colateral).

Así, tomando en cuenta los vencimientos de los bonos a canjear, puede concluirse que esta operación le ahorró a PDVSA pagos por 1.008 millones en 2016 y 846 millones en 2017, a cambio de pagos adicionales de 1.057 millones en 2018, 985 millones en 2018 y 914 millones en 2020. Es decir, ***el canje aumentó las obligaciones de PDVSA en 2016-2020 por \$1.102 millones***, dividido en 569 millones en pagos de capital adicional (prima) y 533 millones en pagos de intereses adicionales. Como resultado de lo anterior, ***el financiamiento total del canje tiene una tasa interna de retorno de 19,8% en USD***²⁶.

Si PDVSA no hubiese enfrentado los problemas que tenía para fines de 2016, en el entorno institucional caracterizado por el conflicto político con la Asamblea Nacional, estas condiciones financieras hubiesen sido muy atractivas: la emisión de deuda con una tasa interna de retorno de cerca del 19% con el colateral sobre el 50,1% de las acciones de Citgo Holding, Inc., sin duda, son condiciones que en abstracto lucen favorables a los tenedores. Pero si se toma en cuenta el cuadro financiero crítico de PDVSA, entonces, estas condiciones en realidad dejan de ser atractivas, como lo comprueba la escasa recepción que tuvo el canje. De hecho, las condiciones financieras

²⁵ “Venezuela Winning Bondholder Relief as 39% Accept PDVSA Swap”, *Bloomberg*, 24 de octubre de 2016, tomado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-24/venezuela-wins-relief-from-bondholders-as-39-accept-pdvsa-swap>

²⁶ Esto es lo que se conoce como “tasa interna de retorno” o TIR. En términos sencillos, esta tasa mide el retorno de una inversión financiera, sea positivo o negativo, considerado los flujos de caja de la operación. Específicamente, la TIR es la tasa de descuento requerido para que el valor presente neto (VPN) de los flujos de caja asociados a una operación o transacción sean cero. El cálculo del TIR, en el caso del canje que resultó en el Bono 2020, debe considerar las concretas condiciones del canje: las diferentes tasas de interés de los títulos, la relación de canje y en general, la comparación de los flujos de caja. Ese cálculo permite concluir que la TIR del canje de los bonos pagaderos en 2017 al Bono 2020 es de, aproximadamente, 19%, según estimaciones propias.

del canje y la tasa de retorno resultante, eran indicios de los problemas estructurales por los que PDVSA atravesaba en octubre de 2016.

Pero además, insistimos, ***PDVSA no logró resolver el problema que le llevó a estructurar el canje***. En efecto, PDVSA justificó el canje en problemas de flujo de caja que le impedían cumplir su deuda, con lo cual, era de esperar que luego de la operación, esos problemas quedasen cuando menos relajados. En realidad, sin embargo, ***la operación agravó el flujo de caja de PDVSA***. De esa manera, ***el canje aumentó la deuda en 559 millones de USD, y en 533 millones de USD en intereses, para un total de 1.102 millones***, como resume el siguiente cuadro, en el cual se compara el flujo de caja original con el flujo de caja luego de la operación de canje:

Cambio en Cronograma de Pago (Anual)

Año	Capital	Intereses	Total
2016	929	79	1,008
2017	1,029	(183)	846
2018	(842)	(215)	(1,057)
2019	(842)	(143)	(985)
2020	(842)	(72)	(914)
Total	(569)	(533)	(1,102)

Cuadro N°2: Cambio en el cronograma de pago.

Fuente: cálculos propios

No solo PDVSA no logró aliviar sus problemas de flujo de caja. Además, creó un problema adicional: el riesgo sobre la participación de control de Citgo Holding, Inc., su activo más importante en el extranjero. Aquí es importante recordar cómo el monto de ese colateral se mantuvo fijo, a pesar de que PDVSA solo logró canjear el 39% de los Bonos 2017. De ello resultó que los Bonos 2020 se encuentran “sobre-colateralizados”, esto es, el valor del colateral superó varias veces el monto de la obligación a asegurar, una desproporción que a medida que se fue sirviendo el Bono 2020, empeoraba²⁷.

En resumen, el canje del Bono 2020 implicó, para los tenedores, una operación que aseguraba una tasa de retorno del 19% aproximadamente, en un título garantizado por la prenda del 50,1% de las acciones de Citgo Holding, Inc. Para PDVSA, implicó el empeoramiento de su flujo de caja, pues el nivel de endeudamiento se incrementó, al tiempo que se puso en riesgo su activo más importante en el extranjero. De haber obrado con independencia y en el cumplimiento de los deberes de diligencia aplicables, los

²⁷ Entre otros reportajes, véase “What now for Venezuela’s PDVSA after the bond swap?”, *Financial Times*, 25 de octubre de 2016, tomado de: <https://www.ft.com/content/e5298570-9a96-11e6-8f9b-70e3cabccfae>

administradores de PDVSA no habrían autorizado una operación en estas condiciones financieras irracionales. Pero como se explicó, la autonomía de PDVSA había sido suprimida y los administradores de esa empresa actuaron sirviendo intereses del Gobierno Nacional, que solo estaba interesado en diferir el riesgo de incumplimiento de los Bonos 2017.

1.4. Recapitulación

La operación de canje de los Bonos 2017 y emisión de los Bonos 2020, garantizados con el 50,1% de acciones de Citgo Holding, Inc., no es responde al prudente y diligente cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores de PDVSA. Antes por el contrario, esa operación fue irracional en términos financieros, pues no solucionó la crisis patrimonial de PDVSA y además, colocó en riesgo su activo más importante en el exterior. Luego, la operación solo puede explicarse en el contexto del control político que ejercía el Gobierno Nacional, quien decidió diferir el pago de los Bonos 2017, debido a que la crisis política que había generado impedía una solución integral bajo el control de la Asamblea Nacional.

La Asamblea Nacional advirtió de la irracionalidad de esa operación y rechazó el colateral en Acuerdo de 27 de septiembre de 2016. El Acuerdo fue sin embargo ignorado por PDVSA, como muestra adicional de la violación del deber de diligencia que impone el cumplimiento del marco legal aplicable a la sociedad, incluyendo los Acuerdos como actos parlamentarios sin forma de Ley. Luego, los administradores de PDVSA se aprovecharon de las ilegítimas acciones perpetradas por el Gobierno Nacional para bloquear el ejercicio de la función legislativa, a los fines de eludir el control parlamentario que la Asamblea Nacional había ejercido en el señalado Acuerdo, y así, canjear los Bonos 2017 por los Bonos 2020.

2. El argumento de invalidez de los Bonos PDVSA y la buena fe de los tenedores

El principal argumento de invalidez presentado por PDVSA y PDV Holding, Inc. en la demanda de nulidad en contra de los contratos de emisión y de garantía asociados a los Bonos 2020, no se basó en la discusión acerca de la naturaleza de esos contratos como contratos de interés público nacional. Tampoco puede afirmarse que los tenedores de los Bonos 2017 podían confiar en la validez de la operación tomando en cuenta que no existía una opinión conclusiva sobre la naturaleza de esos contratos.

En realidad, el primer argumento fue la necesidad de reconocer que el citado Acuerdo de 27 de septiembre de 2016 era un acto oficial dictado por el Estado venezolano que debía presumirse válido por la Corte del Distrito Sur de Nueva York, bajo la tesis

de la doctrina del acto de Estado. Este argumento se complementaba con el Acuerdo de 15 de octubre de 2019, por el cual la Asamblea Nacional ratificó el contenido del Acuerdo de 2016²⁸. Por ello, en realidad, no estaba en discusión si los contratos de emisión y garantía eran contratos de interés público nacional de acuerdo con el artículo 150 de la Constitución, sino los efectos del Acuerdo de 27 de septiembre de 2016 que, antes de la celebración de esos contratos, había negado la capacidad de PDVSA de ceder las acciones de Citgo en garantía, invocando para ello el artículo 187.9 de la Constitución, esto es, la norma que otorga a la Asamblea Nacional el control sobre contratos de interés público.

2.1. La presunción de validez del Acuerdo de 27 de septiembre de 2016, la doctrina del acto de Estado y la imposibilidad de los tenedores de los Bonos 2017 de invocar la buena fe

Los tenedores de los Bonos 2017 conocieron del contenido del Acuerdo de 27 de septiembre de 2016. Ciertamente, opiniones jurídicas diversas podían debatir sobre si la cesión de acciones de Citgo en garantía a favor de empresas extranjeras implicaba celebrar contratos de interés público nacional sometidos al control previo de la Asamblea Nacional de conformidad con el artículo 150 de la Constitución. Al respecto, observamos que existen sólidos argumentos en la jurisprudencia, legislación y doctrina venezolana que permiten concluir que el contrato por el cual PDVSA cede en garantías acciones de Citgo Holding, Inc., en el marco de operaciones de crédito público, es un contrato de interés público nacional²⁹. Pero el argumento de la demanda de nulidad no era ése, sino por el contrario, la violación del Acuerdo del 27 de septiembre de 2016, que había rechazado la cesión en garantía de estas acciones en ejercicio de los poderes de control sobre los contratos de interés público nacional.

De no haber existido el Acuerdo, por ello, la demanda no habría podido presentarse, o en todo caso, no habría tenido el mismo contenido. Luego, la razón jurídica primera invocada en la demanda de nulidad fue la violación del citado Acuerdo, asumiendo que éste es un acto parlamentario sin forma de Ley, válido y vinculante para PDVSA, que negó su capacidad de ceder en garantía las acciones de Citgo Holding, Inc., y que ésta decidió deliberadamente ignorar.

²⁸ Véase: <https://www.asambleanacionalvenezuela.org/actos/detalle/acuerdo-que-reitera-la-invalidez-del-bono-pdvsa-2020>

²⁹ Rafael Badell, "Contratos de interés público", en *Revista de Derecho Público* 159-160, Editorial Jurídica Venezolana, 2019 (9).

De hecho, en el señalado Acuerdo -que insistimos, fue aprobado *antes* de la celebración de los contratos- la Asamblea ordenó una investigación que no pudo avanzar, pues el régimen de Maduro, a través de la Sala Constitucional del Tribunal Supremo de Justicia, bloqueó tal investigación. Por ello, ***al día siguiente del anuncio de los resultados del canje***, o sea, el 25 de octubre, la Sala Constitucional publicó su sentencia N° 893, por la cual impidió a la Asamblea Nacional ejercer control sobre PDVSA. Tres días después, o sea, el 28 de octubre de 2016³⁰ se suscribieron el *contrato de emisión* (“*Indenture*”)³¹ y el *contrato de garantía* (“*Pledge and Security Agreement*”)³².

No es descabellado sostener que la sentencia N° 893 fue dictada para impedir que la Asamblea Nacional pudiese avanzar en la investigación sobre la operación de canje, luego de que ésta cerrara según anuncio del 24 de octubre de 2016. Por lo tanto, PDVSA pudo suscribir los contratos de emisión y de garantía el 28 de octubre por cuanto el Gobierno de Maduro, a través de la Sala Constitucional, había restado eficacia a las potestades de control de la Asamblea, y en especial, al Acuerdo del 27 de septiembre de 2016.

De haber habido Estado de Derecho en Venezuela, el Acuerdo del 27 de septiembre de 2016, que negó la autorización para que PDVSA pudiera ceder en garantía las acciones de Citgo Holding, Inc., ha debido impedir que PDVSA avanzara en la operación y, ciertamente, ha debido llevar a los tenedores de los Bonos 2017 a no participar en el canje. Pero lo cierto es que el Estado de Derecho se encontraba muy debilitado debido a las decisiones de la Sala Constitucional que negaron el ejercicio de las competencias de la Asamblea, incluso en relación con las investigaciones relacionadas con la oferta de canje.

Cabe aclarar que el Acuerdo del 27 de septiembre de 2016 no declaró la nulidad de los contratos por una razón sencilla: esos contratos, como se explicó, fueron suscritos más de un mes después. Mal podría la Asamblea Nacional haber cuestionado la constitucionalidad de contratos que no se habían suscrito. Lo que hizo la Asamblea Nacional fue negar la capacidad de PDVSA para ceder a Citgo en garantía, al considerar que esa cesión implicaría celebrar un contrato de interés público nacional con sociedades extranjeras, sometidas al control previo de la Asamblea, en los términos del citado artículo 187.9 constitucional.

³⁰ Los textos finales de los contratos reposan en el expediente de la Corte del Distrito Sur de Nueva York, en especia, como anexos a la contrademanda presentada el 18 de diciembre de 2019, correspondiente a la actuación número 40 del registro: <https://www.courtlistener.com/docket/16397434/petroleos-de-venezuela-sa-v-mufg-union-bank-na/?page=1> Nuestro análisis se limita solo a los aspectos centrales.

³¹ Las partes de ese contrato son: PDVSA (emisor); PDVSA Petróleos, S.A. (PPSA, garante); Glass America LLC (agente colateral) y MUFG Union Bank, N.A. (Trustee).

³² Suscrito entre PDV Holding, Inc., PDVSA, PPSA, Glass America LLC y MUFG Union Bank, N.A.

En el Derecho venezolano, el Acuerdo de 27 de septiembre de 2016 -como bien explicó el profesor Allan R. Brewer-Carías, experto independiente promovido por las partes demandantes- es un acto dictado en ejercicio de la función legislativa de control que se presume válido (y que de hecho, a la fecha, no ha sido “anulado” por la Sala Constitucional). Al dictar ese Acuerdo la Asamblea Nacional interpretó la Constitución para concluir que la cesión de los derechos sobre Citgo Holding, Inc. implicaría celebrar un contrato de interés público nacional con sociedades extranjeras, negando en consecuencia la autorización que PDVSA requería al respecto.

En el Derecho de Nueva York, por ello, el Acuerdo del 27 de septiembre de 2016 -y su ratificación en el Acuerdo de 15 de octubre de 2019- también debía presumirse válido, bajo la tesis de la doctrina del acto de estado. En apretada síntesis, de conformidad con esta teoría, los actos oficiales emitidos por Estados extranjeros en su territorio deben presumirse válidos y no pueden ser cuestionados por las Cortes de Estados Unidos³³. Bajo esta teoría, estos dos Acuerdos deben considerarse actos oficiales del Estado venezolano, y además, expresiones del legítimo Poder Legislativo reconocido como tal por el Gobierno de Estados Unidos, que la Corte del Distrito Sur de Nueva York debía presumir como válidos. En concreto, la Corte debía reconocer y aceptar el principal efecto de esos Acuerdos, a saber, que PDVSA no podía ceder en garantía las acciones de Citgo Holding, Inc.

Como se aprecia, la discusión en torno a la naturaleza jurídica de los contratos de emisión y de garantía como contratos de interés público nacional no era el argumento principal, pues esa discusión había sido ya resuelta por el primer intérprete de la Constitución, a saber, la Asamblea Nacional como Poder Legislativo. Luego, para los tenedores de los Bonos 2017, tal discusión tampoco era relevante. Lo verdaderamente relevante para los tenedores era que la Asamblea Nacional ya había ejercido sus funciones de control para negar la capacidad de PDVSA de ceder las acciones de Citgo Holding, Inc. en garantía.

Bajo el deber de diligencia con el cual los tenedores de los Bonos 2017 han debido actuar, especialmente en un mercado emergente como el de Venezuela, el Acuerdo del 27 de septiembre de 2016 era una decisión jurídica vinculante y clara. El debate jurídico sobre si la cesión en garantía de las acciones implicaba o no celebrar un contrato de interés público, e incluso, las opiniones en sentido contrario que emitió PDVSA en su momento, eran irrelevantes, pues siempre debía prevalecer el contenido del Acuerdo

³³ Este principio ha sido aplicado en diversos casos relacionados con el Gobierno Interino del Presidente Guaidó. Por ejemplo, véase la sentencia de 2 de agosto de 2019, en el caso *Rodolfo Enrique Jiménez, et al. v. Luisa Palacios, et al.*, de la “Court of Chancery”, Delaware, caso número 2019-0440-KSJM, en especial, páginas 23 y ss. Puede verse a Lee Buchheit “Act of State and Comity: Recent developments”, *Judicial enforcement of International Debt Obligations*, Washington D.C., International Law Institute, 1987, (96).

del 27 de septiembre de 2016. Cualquier experto legal independiente, de haber sido consultado en la materia, ha debido concluir que más allá de las razones a favor o en contra del argumento, el citado Acuerdo constituía un acto del Poder Legislativo válido y vinculante, que rechazó la capacidad de PDVSA de ceder en garantía las acciones de Citgo Holding, Inc., con base en el artículo 187.9 de la Constitución, o sea, la norma que atribuye a la Asamblea el poder de control sobre contratos de interés público nacional.

Por lo anterior, los tenedores de los Bonos 2017 tampoco podían invocar la buena fe, pues mal podían confiar en las afirmaciones de PDVSA cuando la Asamblea Nacional, en ejercicio de sus funciones de control, ya había cuestionado la capacidad contractual de PDVSA. Tanto más, observamos, cuando el contenido de ese Acuerdo y el riesgo de invalidez, fue ampliamente debatido en medios de comunicación.

2.1. La irrelevancia de la tesis de los actos propios

PDVSA, en 2016, avaló la legalidad de la operación de canje, lo que implica, como principio, que no podría apartarse de sus afirmaciones en detrimento de la buena fe de los terceros. En tal sentido, compartimos las apreciaciones del profesor Rengel Núñez en torno a que PDVSA -más allá del cambio de administradores operados en 2019- no podía contradecir sus propias afirmaciones³⁴.

Sin embargo, como se explicó en la sección anterior, el principal argumento de la demanda de nulidad no era el cambio de opinión de PDVSA en detrimento de sus propias decisiones, sino reivindicar los efectos del Acuerdo del 27 de septiembre de 2016. PDVSA decidió ignorar y violar ese Acuerdo en 2016, debido a que para ese momento obraba bajo el control político del entonces Gobierno de Maduro, quien había decidido ilegítimamente desconocer las funciones de control de la Asamblea, en lo que ha sido considerado un golpe de Estado continuado³⁵. Por ello, la Asamblea Nacional, que en 2016 había cuestionado la capacidad contractual de PDVSA, debía seguir sus propios actos y hacer valer el Acuerdo de 2016, luego de que en 2019 su presidente asumiera el cargo de presidente encargado en virtud del artículo 233 constitucional.

Por ello, durante el 2019 la Asamblea Nacional actuó de manera consistente al Acuerdo de 2016. Así, cabe recordar que la invalidez basada en la incapacidad contractual de PDVSA fue reiterada por la Asamblea Nacional al autorizar el pago de los intereses de los Bonos 2020 con vencimiento en abril de 2019, pero *bajo protesta*, precisamente, para salvaguardar los derechos de PDVSA.

³⁴ Pedro Rengel Núñez, El sonado caso de los Bonos PDVSA 2020, cit., (56).

³⁵ Allan Brewer-Carías, Dictadura Judicial y perversión del Estado de Derecho. La Sala Constitucional y la destrucción de la democracia en Venezuela, Editorial Jurídica Venezolana International, Caracas, 2016.

Como se sabe, para ese momento estaba en vigor la Licencia General N° 5, emitida por la Oficina de Control de Activos Extranjeros (OFAC), que autorizaba a los tenedores de los Bonos 2020 a tomar control de Citgo Holding, Inc. de manera inmediata, a pesar de que las propiedades de PDVSA en Estados Unidos estaban bloqueadas. Además, de acuerdo con el contrato de emisión, cualquier declaración de PDVSA sobre la invalidez de los Bonos era un evento de incumplimiento que habría conducido, de manera inmediata, a la ejecución del colateral. Luego, PDVSA no podía ejercer ninguna demanda de nulidad pues ello habría implicado un incumplimiento. Al no haber sido posible llegar a un acuerdo con los tenedores para diferir el pago de intereses, y siendo que tampoco era posible ejercer acciones judiciales debido al riesgo de pérdida de control de Citgo, la Asamblea Nacional autorizó tal pago bajo protesto, reiterando con ello el contenido del Acuerdo de 2016³⁶.

El Acuerdo de 2016 fue de nuevo ratificado en el citado Acuerdo del 15 de Octubre de 2019, en el cual la Asamblea Nacional reiteró que PDVSA no tenía capacidad para ceder en garantía el 50,1% de las acciones de Citgo Holding, Inc. a favor de sociedades extranjeras.

Mal podría entonces invocarse la protección de la buena fe, cuando PDVSA actuó, en 2016, no solo en violación de los deberes de diligencia aplicables desde el Derecho Administrativo y Mercantil, sino además, en abierta violación al Acuerdo de 27 de septiembre de 2016, que como acto parlamentario sin forma de Ley, regía a la actividad de PDVSA. Los tenedores de los Bonos 2017 -en su mayoría, fondos sofisticados de inversión- conocían de ese riesgo, y han debido conocer que el Acuerdo de 2016, como luego fuera ratificado en el Acuerdo de 2019, era una decisión válida y vinculante, que ya había negado la capacidad de PDVSA de ceder en garantía las acciones de Citgo Holding, Inc. Luego, tampoco podían invocar la buena fe, pues ésta no protege acciones *contra legem*, tanto más cuando el riesgo de invalidez fue ampliamente debatido entre septiembre y octubre de 2016.

Es por ello que la tesis de los actos propios no es aplicable, pues la conducta de PDVSA de 2016 era notoriamente ilegal, al ser parte del golpe de Estado permanente en contra de la Asamblea. Por el contrario, la tesis de los actos propios sí aplica al Acuerdo del 27 de septiembre de 2016, pues la Asamblea Nacional debía actuar de conformidad con ese Acuerdo, como hizo en dos oportunidades durante el 2019.

³⁶ Véase, de CEDICE, ¿Por qué a Asamblea Nacional autorizó el pago del Bono PDVSA 2020?, mayo de 2019, tomado de: <https://cedice.org.ve/observatoriogp/wp-content/uploads/2019/06/BOLETIN-II-deuda-mayo-2019.pdf>

2.2. La restitución por enriquecimiento sin causa y la renegociación de la deuda pública venezolana

La demanda de nulidad de los contratos de emisión y de garantía no se basó en el repudio de los Bonos 2020, sino únicamente, en la incapacidad de PDVSA de ceder en garantía las acciones de Citgo Holding, Inc. La nulidad de esos contratos, por ello, nunca implicó por parte de PDVSA desconocer las obligaciones legítimas que derivaban de los Bonos 2020. Así lo ratificó el punto cuarto del Acuerdo de 15 de octubre de 2019, que emplazó a “*adoptar todas las acciones orientadas a la defensa de los activos de PDVSA en Estados Unidos, procurando el arreglo ordenado y consensuado de cualquier reclamación que pudiera plantearse*”.

De acuerdo con la información pública suministrada por la junta administradora ad-hoc de PDVSA, puede afirmarse que PDVSA no solo no repudió esta deuda, sino que además, mantuvo negociaciones de buena fe con los tenedores, en especial, de cara al vencimiento del plazo de pago de la cuota de capital e intereses el 27 de octubre de 2019, por cerca de un millardo de USD. Conviene explicar, en todo caso, las limitaciones a las cuales se enfrentaba esa negociación.

El contrato de emisión no contiene cláusulas colectivas, con lo cual, cualquier modificación del lapso de pago requería consentimiento unánime de todos los tenedores, algo muy difícil de obtener. Como mucho, considerando que el incumplimiento debe ser declarado por tenedores que representen al menos el 25% del saldo deudor, podía explorarse un acuerdo de dispensa con acreedores que representen más del 75%, lo que impediría declarar el incumplimiento. Y con todo, alcanzar ese porcentaje implicaba coordinar con varios tenedores.³⁷ Estas restricciones contractuales, junto con la precaria situación financiera de la junta administradora ad-hoc (que no controlaba, ni controla, el flujo de caja de PDVSA) dificultaban negociaciones exitosas, en especial, de cara al pago de cerca de 1 millardo de USD con vencimiento al 27 de octubre de 2020³⁸.

Al mismo tiempo, y a pesar de las objeciones en torno a la validez de los contratos de emisión y de garantía con base en el citado Acuerdo del 27 de septiembre de 2016, ratificado el 15 de octubre de 2019, PDVSA no podía ejercer ninguna acción judicial

³⁷ Según Bloomberg, al 15 de octubre de 2019, el principal tenedor de los Bonos 2020 era el fondo Ashmore, con 51,01%, seguido de BlackRock (6,52%) y T Rowe (4,14%). Bajo estos datos, ni siquiera esos tres fondos permitía alcanzar el umbral requerido para bloquear la declaratoria de incumplimiento, que como se dijo, requirería el consentimiento de al menos el 25% (“*Looming PDVSA Default Pits Ashmore Against Venezuela’s Guaidó*”, tomado de: <https://www.bloombergquint.com/business/looming-pdvs-a-default-pits-ashmore-against-venezuela-s-guaido>). El texto de los contratos de emisión y de garantía puede consultarse en la actuación número 46 del caso, en el registro público antes señalado.

³⁸ En condiciones ordinarias, PDVSA podría refinanciar sus obligaciones difiriendo los pagos. Dejando a un lado las limitaciones legales para modificar las condiciones contractuales sin consentimiento unánime, lo cierto es que la junta administradora ad-hoc, al no manejar flujo de caja, no podía proyectar ningún refinanciamiento.

que, basada en esa invalidez, permitiese suspender -incluso cautelarmente- la ejecución de los contratos, pues ello hubiese implicado un evento de incumplimiento, con el riesgo inminente de pérdida de control sobre Citgo.

Este riesgo se disipó el 24 de octubre de 2019, cuando el Departamento del Tesoro anunció la decisión de diferir la aplicación de la Licencia General N° 5 hasta el 22 de enero de 2020. Esto otorgó un margen de tres meses dentro del cual el incumplimiento del pago pactado para el 27 de octubre, y cualquier acción judicial, no podrían derivar en la pérdida inmediata de Citgo Holding, Inc., al aplicar el régimen general derivado de las sanciones -y de la Orden N° 13.884, de 5 de agosto de 2019- que bloquearon las acciones del grupo Citgo³⁹.

Bajo estas condiciones, el 28 de octubre de 2019 la junta ad-hoc informó que las negociaciones con los tenedores no habían logrado ningún resultado razonable, con lo cual PDVSA ejercería las acciones legales correspondientes, aprovechando la ventada de oportunidad brindada por el diferimiento de la Licencia General 5⁴⁰. Este comunicado, por ello, permite concluir que la demanda de nulidad fue la última opción, luego de agotadas las negociaciones, tomando en cuenta que hasta el 22 de enero de 2020 los tenedores no podrían tomar control de Citgo Holding, Inc.

Por ello, el 29 de octubre la junta administradora ad-hoc de PDVSA, junto con la junta directiva de PDV Holding, Inc., presentaron la demanda de nulidad en contra de los contratos de emisión y garantía, invocando -como se explicó- el carácter vinculante del Acuerdo de la Asamblea Nacional de 27 de septiembre de 2016, y cuestionando por ello la capacidad de PDVSA para haber celebrado esos contratos y ceder a Citgo Holding, Inc. en garantía. La presentación de la demanda no impidió avanzar en las negociaciones y, de hecho, poco después, las demandantes y los demandados (a saber, el agente de los títulos valores y el agente colateral) alcanzaron un acuerdo de dispensa, que suspendió cualquier acción de incumplimiento mientras durase el juicio⁴¹.

Por todo lo anterior, no podría afirmarse que la demanda de nulidad contrarió los principios de renegociación ordenada y consensuada de la deuda, de acuerdo con los lineamientos que el Gobierno Interino aprobó el 1° de julio de 2019⁴². Esos lineamientos dejaron a salvo, precisamente, el derecho a invocar cuestiones relacionadas con la invalidez de ciertos títulos de deuda, pero de nuevo, sin que ello pudiese derivar en el repudio o desconocimiento unilateral.

³⁹ Véase la Licencia General 5 Aquí: https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/recent-actions/20191024_33

⁴⁰ Véase el comunicado de 28 de octubre de 2019 aquí: https://twitter.com/PDVSA_AdHoc/status/1188828430630080514?s=20

⁴¹ Véase el memorando presentado ante la Corte del Distrito Sur por PDVSA, de 15 de noviembre de 2019, en: <https://www.courtlistener.com/recap/gov.uscourts.nysd.525475/gov.uscourts.nysd.525475.30.0.pdf>

⁴² Véase: <https://www.creditslips.org/files/wp-deuda-oper-eng.pdf>

En tal sentido, el profesor Rengel Núñez, en su citado estudio, observa que para la renegociación de la deuda pública venezolana, “*no luce lo más apropiado cuestionar la validez de los bonos efectivamente colocados y con importantes fondos captados cuyo repago no es conveniente pretender eludir, sobre todo cuando la cantidad adeuda es ínfima comparada con la deuda total*”⁴³. No cabe duda de que la demanda de nulidad fue una medida extrema, aun cuando sólidamente basada en el Acuerdo del 27 de septiembre de 2016, orientada a procurar mecanismos de protección sobre Citgo ante la imposibilidad de alcanzar acuerdos razonables, como informó la junta administradora ad-hoc. Y si bien el monto del saldo nominal remanente de los Bonos es relativamente bajo (poco más del 10% del total de la deuda) el elemento distintivo era -y es- el colateral sobre Citgo Holding, Inc. Además, la demanda de nulidad nunca implicó -ni ha implicado- eludir el pago, tal y como lo reafirmó el Acuerdo del 15 de octubre de 2019⁴⁴.

Además, la renegociación integral de la deuda pública venezolana -y no solo de los Bonos 2020- solo es posible alcanzada la transición política y rescatada la legitimidad del Gobierno. En ausencia de esas condiciones, el margen de negociación de la junta administradora ad-hoc de PDVSA era -y es- limitado, no solo por las señaladas limitaciones contractuales sino además, por cuanto esa junta no controla el flujo de caja de PDVSA, ni mucho menos activos que permitirían pagar el saldo nominal remanente⁴⁵.

2.3. Breves comentarios a la opinión de la Corte del Distrito Sur de Nueva York

El 16 de octubre de 2020 la Corte del Distrito Sur de Nueva York dictó sentencia, mediante una opinión sobre la desestimación de la demanda intentada por PDVSA y PDV Holding, Inc., confirmando que el contrato de emisión y de garantía de los Bonos 2020 son válidos y vinculantes bajo el Derecho de Nueva York⁴⁶. La sentencia, en la práctica, desconoce el contenido y alcance de los Acuerdos de la Asamblea Nacional

⁴³ Pedro Rengel Núñez, El sonado caso de los Bonos PDVSA 2020, cit., 58.

⁴⁴ Además del comunicado del citado 28 de octubre, véase la entrevista del entonces presidente de la junta ad-hoc, Luis Pacheco, ““Si no hubiésemos demandado los bonistas habrían hecho una fiesta y tomado Citgo”, *La Gran Aldea*, 16 de noviembre de 2020, en: <https://lagranaldea.com/2020/11/16/si-no-hubiesemos-demandado-los-bonistas-habrian-hecho-una-fiesta-y-tomado-citgo/>

⁴⁵ Algunos han opinado que los Bonos 2020 han podido renegociarse con obligaciones de pago de Citgo, como comentó el entonces presidente de la junta administradora ad-hoc en la citada entrevista. Esta opción se enfrenta a problemas legales y financieros. En cuanto a lo primero, el deudor de esa obligación es PDVSA, no Citgo. Además, de acuerdo con el *Estatuto que rige la transición a la democracia*, cualquier renegociación con obligaciones de pago requería -y requiere- la autorización de la Asamblea Nacional, quien había insistido en la necesidad de hacer valer el Acuerdo de 2016 en el citado Acuerdo del 15 de octubre de 2019. Además, como explicó Luis Pacheco, Citgo se enfrentaba -y enfrenta- a problemas financieros heredados de la administración del régimen de Maduro.

⁴⁶ Véase: https://www.courtlistener.com/recap/gov.uscourts.nysd.525475/gov.uscourts.nysd.525475.215.0_2.pdf

dictados en relación con los Bonos en contra del principio de acuerdo con el cual las Cortes de Estados Unidos no pueden revisar, cuestionar o desconocer actos oficiales de Gobiernos extranjeros. De manera contradictoria, además, negó la relevancia del Derecho venezolano en estos contratos. Esto último, en suma, es lo que terminó siendo relevante pues al haber opinado que el Derecho venezolano no regía a los contratos, no se analizó el argumento de invalidez por violación al artículo 150 constitucional, como había sido decidido en los Acuerdos de la Asamblea.

El orden en el que trató la Corte estos asuntos es incongruente⁴⁷, y demuestra el error de la sentencia. Pero a todo evento, a continuación, se formulan las principales conclusiones relacionadas con estos dos puntos, en el orden en el que fueron tratados por la sentencia.

Así, en contra del alegato de los demandados⁴⁸, la Corte reconoció que los Acuerdos de la Asamblea Nacional de 27 de septiembre de 2016 y de 15 de octubre de 2019 son actos oficiales del Estado venezolano, dictados en ejercicio de la función legislativa, y que como tal, deben ser presumidos válidos y vinculantes⁴⁹. Sin embargo, la Corte entró a analizar el contenido de esos Acuerdos, lo que llevó a su desconocimiento implícito, al sostenerse -erradamente- que la Asamblea Nacional no había cuestionado la constitucionalidad de los Bonos.

Para demostrar el error de la Corte en este punto, es preciso mencionar *(i)* los antecedentes y contextos de estos Acuerdos; *(ii)* la errada interpretación de la Corte en cuanto al contenido de esos Acuerdos y *(iii)* la errada interpretación de la Corte en cuanto a los efectos de esos Acuerdos.

El Acuerdo del 27 de septiembre de 2016 cuestionó la operación de canje que dio lugar a los Bonos 2020, tanto en sus aspectos financieros como en cuanto al colateral. Desde el punto de vista jurídico, sin embargo, la objeción relevante era la segunda. Así, con base en el artículo 187.9 de la Constitución, que regula la competencia de la Asamblea Nacional para controlar contratos de interés público nacional, como ya vimos, la Asamblea cuestionó o rechazó la capacidad de PDVSA de ceder en garantía las acciones de Citgo Holding, Inc. La Corte, sin embargo, consideró que este Acuerdo

⁴⁷ El orden congruente era determinar, primero, si el Derecho venezolano aplica. Solo en caso afirmativo, entonces, podían analizarse los Acuerdos de la Asamblea, que forman parte del Derecho venezolano. La Corte, incongruentemente, analizó los Acuerdos, para luego descartar que el Derecho venezolano sea aplicable. Si en efecto el Derecho venezolano es irrelevante, entonces, el contenido de los Acuerdos también resultaba irrelevante.

⁴⁸ Los demandados centraron sus defensas, principalmente, en negar que los Acuerdos de la Asamblea Nacional fuesen actos oficiales del Estado venezolano, un argumento desestimado por la Corte.

⁴⁹ Además, la Corte interpretó el Acuerdo de la Asamblea Nacional de 26 de mayo de 2016, sobre los contratos de interés público, que en realidad, no guardaba relación con los Bonos. Por ello, y aun cuando también la Corte interpretó erradamente este Acuerdo, su análisis no resulta pertinente para este breve análisis.

nunca calificó la existencia de contratos de interés público nacional⁵⁰. Además, citando una de las opiniones de la Oficina de la Procuraduría Especial, insistió en que este Acuerdo no declaró la inconstitucionalidad de los Bonos 2020⁵¹.

Este argumento, defendido por los demandados⁵², es sin embargo errado, básicamente, por una razón: la Corte no podía indagar cuál fue la intención de la Asamblea Nacional, ni mucho menos inferir qué quiso decir la Asamblea Nacional, pues la doctrina del acto de Estado limita la jurisdicción de la Corte para indagar o cuestionar estos aspectos. Además, la posición de la Asamblea Nacional en torno a los Bonos 2020 no solo quedó claramente expuesta en el citado Acuerdo de 27 de septiembre, sino que además, fue *ratificada* en el Acuerdo de 15 de octubre -ignorado por la sentencia- y en todo caso, ratificado por la posición oficial del Gobierno Interino⁵³.

Pero al margen de ello, hay dos razones de fondo por las cuales es errado sostener que el Acuerdo del 27 de septiembre no cuestionó la operación de canje y emisión de los Bonos:

- a. El Acuerdo del 27 de septiembre de 2016 no declaró la inconstitucionalidad de los Bonos, ni calificó a los contratos suscritos por el régimen de Maduro como contratos de interés público nacional, por una sencilla razón, ya explicada: para ese momento los contratos no se habían suscrito, y los Bonos 2020 no existían⁵⁴. Mal puede declararse la inconstitucionalidad de Bonos que no existen⁵⁵.

⁵⁰ En especial, página 35: “esta objeción, sin embargo, no está acompañada por ninguna declaración acerca de que la oferta de intercambio era un contrato de interés público, ni tampoco contiene ninguna declaración sobre la violación del artículo 150 de la Constitución derivada de la ejecución de esa oferta de intercambio, ni tampoco declara ilegal o inválida la oferta de intercambio” (“*that rejection, however, is not accompanied by any recognition of the Exchange Offer as a contract of national public interest; nor does it state that the Exchange Offer would, if executed without National Assembly approval, violate Article 150 of the Venezuelan Constitution; nor does it deem the Exchange Offer to be illegal, invalid, or void in any manner*”).

⁵¹ Página 41.

⁵² Los demandados alegaron que el Acuerdo del 27 de septiembre de 2016 no declaró la inconstitucionalidad de los Bonos, confuso argumento reiterado por diversos actores económicos y políticos en medios de comunicación.

⁵³ El 9 de junio de 2020 la República Bolivariana de Venezuela expuso su posición en el caso ratificando la posición histórica de la Asamblea Nacional. Sin embargo, la Corte desestimó ese argumento -que ha debido ser tratado por deferencia- al considerar que la Asamblea Nacional no cuestionó la constitucionalidad de los Bonos en 2016.

⁵⁴ Los contratos fueron suscritos el 28 de octubre, luego de que el Tribunal Supremo de Justicia suspendiera toda investigación sobre PDVSA, incluyendo la investigación anunciada en Acuerdo de 27 de septiembre de 2016.

⁵⁵ Ese fue el punto que se destacó en la opinión de la Oficina del Procurador Especial, que la Corte erradamente interpretó. Además, la Corte se equivocó al señalar que el Acuerdo no declaró a la oferta de intercambio como contrato de interés público, pues la oferta de intercambio no es un contrato, sino una decisión unilateral de PDVSA.

- b. El Acuerdo del 27 de septiembre de 2016 es el acto de control parlamentario que en ejecución de norma sobre contratos de interés público, negó la capacidad de PDVSA de comprometer a Citgo como garantía de los Bonos 2020, antes de que esa garantía fuese constituida⁵⁶.

Pero en todo caso, se insiste, no corresponde a una Corte de Estados Unidos interpretar la voluntad de la Asamblea Nacional, ni mucho menos deducir cuál pudo ser la intención de la Asamblea Nacional. Esto supone la revisión de actos soberanos del Estado venezolano, y por ende, una extralimitación en la jurisdicción de la Corte.

Al haber asumido, erradamente, que el Acuerdo de 2016 no cuestionó la constitucionalidad de la operación, la Corte negó relevancia al Acuerdo del 15 de octubre de 2019, pese a que éste sí declaró la inconstitucionalidad de los contratos relacionados con los Bonos 2020⁵⁷. Pero además, la Corte consideró que, a todo evento, el Acuerdo del 15 de octubre no podría “expropiar” los contratos de emisión de los Bonos, por tratarse de bienes ubicados en Nueva York. De nuevo, la Corte erradamente interpretó a la Asamblea Nacional, al tratar de indagar cuál fue su intención⁵⁸.

Los Acuerdos de 27 de septiembre de 2016 y 15 de octubre de 2019 cuestionaron la constitucionalidad de la operación de canje que llevó a la emisión de los Bonos 2020, así como a los contratos de emisión y de garantía, **únicamente en función al colateral sobre Citgo**. La demanda de nulidad presentada, y todos los argumentos adicionales introducidos en el caso, insistieron en este argumento: los contratos violaron la Constitución, pues PDVSA no podía comprometer a Citgo en colateral a favor de empresas extranjeras sin autorización de la Asamblea Nacional, en tanto esa cesión supone celebrar contratos de interés público nacional, tal y como la Asamblea había ya decidido⁵⁹. En ningún momento los Acuerdos expropiaron los Bonos 2020 o repudiaron la deuda. De hecho, el Acuerdo de 15 de octubre dejó abierta la reconciliación de las reclamaciones legítimas que pudieren derivar de los Bonos.

⁵⁶ La Corte desestimó un dato importante: el citado Acuerdo aparece fundamentado en el artículo 187, numeral 9 de la Constitución, conforme al cual corresponde a la Asamblea Nacional “*autorizar al Ejecutivo Nacional para celebrar contratos de interés nacional, en los casos establecidos en la ley*”. Esta norma, por ello, implicaba que, para la Asamblea Nacional, la cesión de Citgo como colateral solo podía hacerse mediante contratos de interés público nacional que debían ser autorizados previamente, en tanto la parte contratante estaba domiciliada en el extranjero.

⁵⁷ El Acuerdo de 15 de octubre, en todo caso, *ratificó* -en esos términos, según los acuerdos primero y segundo- el contenido del Acuerdo del 27 de septiembre. Luego, no podía la Corte sustituirse en la voluntad de la Asamblea Nacional para considerar que el Acuerdo de 15 de octubre no respondía a lo decidido en 2016 (véase la página 26 de la sentencia).

⁵⁸ Páginas 36, 42 y 43. Lamentablemente, el Gobierno de Estados Unidos, al participar en el caso, no fijó una posición clara sobre este punto.

⁵⁹ Además, la posición de la Asamblea en relación con los Bonos 2020 es consistente con la posición asumida en otros casos, por ejemplo, relacionados con Rosnft. La operación de canje que dio lugar a la emisión de los Bonos, como operación de renegociación de deuda, no debía ser autorizada por la Asamblea Nacional. Lo que debía ser autorizado era la cesión de Citgo en colateral, pues esa cesión, a favor de empresas extranjeras, supone la celebración de contratos de interés público nacional que de acuerdo con los artículos 150 y 187.9 de la Constitución, deben ser solicitados previamente por la Asamblea Nacional, como ésta decidió en los citados Acuerdos.

Por ello, la intención de la Asamblea Nacional no fue expropiar los Bonos 2020, ni repudiar la deuda, sino cuestionar la capacidad de PDVSA para comprometer a Citgo Holding, Inc. como colateral, en tanto esa operación supone la celebración de un contrato de interés público nacional con empresas extranjeras que debe ser previamente autorizado por la Asamblea Nacional. Además, los tenedores de los Bonos sabían de esas objeciones antes de emisión y, a pesar de ello, decidieron tomar el riesgo y participar en la operación. Más importante todavía: como declaró el principal tenedor de esos Bonos, la decisión de participar en la operación, pese a estar en conocimiento de las objeciones constitucional de la Asamblea al colateral, se basó en cálculos políticos, no jurídicos⁶⁰.

Finalmente, la Corte consideró que el Derecho venezolano no rige a los contratos de emisión y garantía, en tanto ellos se rigen por el Derecho de Nueva York. Por lo tanto, no podía determinarse si PDVSA violó la Constitución al suscribir esos contratos⁶¹. Tal argumento es errado por dos razones.

- La *primera* razón es que la propia sentencia contradice esta conclusión, pues al analizar los Acuerdos de 2016 y 2019, interpretó el Derecho venezolano⁶². Si la Corte interpretó esos Acuerdos, es por que el Derecho venezolano es relevante; pero si éste es irrelevante, entonces, no ha debido interpretar los Acuerdos.
- En todo caso, y en *segundo lugar*, aun cuando los contratos suscritos por PDVSA remiten al Derecho de Nueva York, esa remisión no puede extenderse a la propia capacidad de PDVSA, que necesariamente, se rige por Derecho venezolano⁶³. Mal podría PDVSA renunciar a la aplicación de normas de orden público al celebrarse contratos de deuda pública.

Por ello, la capacidad de PDVSA para comprometer a Citgo Holding, Inc. como garantía, como se hizo en el contrato de emisión de los Bonos y en el contrato de garantía, quedaba sometida a Derecho venezolano, y en concreto, a los artículos 150 y 187.9 de la Constitución, como la Asamblea Nacional declaró en el Acuerdo de 2016.

⁶⁰ Declaración de 8 de junio de 2020, tomada de: <https://www.courtlistener.com/recap/gov.uscourts.nysd.525475/gov.uscourts.nysd.525475.124.0.pdf>. En el párrafo 27 se declara que se confió en las declaraciones de PDVSA. Pero lo cierto, como ya explicamos, es que el deber de diligencia que los inversionistas deben tener, especialmente en mercados emergentes, hubiese aconsejado actuar con base en un estudio independiente en torno al Acuerdo del 27 de septiembre de 2016, pues era evidente no solo el rechazo a la cesión de derechos de Citgo, sino además, el conflicto constitucional basado en los intentos del Gobierno de Maduro (incluyendo a PDVSA) de desconocer a la Asamblea Nacional. Más bien parece haber operado un cálculo político de probabilidad de que el Acuerdo de 27 de septiembre fuese reivindicado por PDVSA, como sucedió en 2019.

⁶¹ Páginas 47 y ss.

⁶² Por ejemplo, en la página 34.

⁶³ Como se ha aceptado de manera tradicional. Por ejemplo, vid. Thomas Wälde, “The sanctity of debt and insolvent countries: defenses of debtors in international loan agreements”, en *Judicial enforcement of international debt obligations*, International Law Institute, Washington D.C., 1987 (125).

CONCLUSIONES

La operación de canje de los Bonos 2017 y emisión de los Bonos 2020, garantizados con el 50,1% de las acciones de Citgo Holding, Inc., demuestra los riesgos de abuso de las formas mercantiles por la Administración Pública. Así, PDVSA se aprovechó de su forma mercantil y del régimen flexible de la LOAFSP, para ofertar el canje de títulos valores garantizados con Citgo, eludiendo con ello los controles de la Asamblea Nacional, como parte del golpe de Estado permanente ejecutado en contra de la Asamblea. Bajo una errada interpretación, podría concluirse que PDVSA podía actuar al amparo del principio *pro libertate* y que, por ende, tenía plena libertad contractual. Esta es una conclusión que debe rechazarse desde el Derecho Mercantil y el Derecho Constitucional.

Cuando PDVSA presentó la oferta de canje, en septiembre de 2016, afrontaba una severa crisis patrimonial como resultado de las políticas predatorias que destruyeron su capacidad de producción y promovieron a su endeudamiento no sostenible, orientado además a financiar gasto público del Gobierno Nacional. Como advirtió la Asamblea Nacional, PDVSA debía emprender un programa integral de renegociación de su deuda y rescate de su capacidad de producción. Pero ello hubiese requerido del control de la Asamblea Nacional, que ya para ese momento el Gobierno de Maduro había desconocido.

Luego, de acuerdo con el Derecho Mercantil, los administradores de PDVSA han debido diseñar un programa de renegociación integral, procurando la prudente protección del patrimonio de esa empresa. Pero esos administradores no respondían a deberes fiduciarios, sino al control político -e inconstitucional- ejercido por el Gobierno de Maduro, quien solo estaba interesado en eludir el riesgo de inminente incumplimiento de los Bonos 2017. De allí que los administradores de PDVSA, en violación de su deber de diligencia, decidieron canjear los Bonos 2017 por los Bonos 2020, compensando los riesgos de incumplimiento con el colateral sobre Citgo, pese a lo oneroso que esa operación fue para PDVSA y a pesar de que tampoco se solucionó con ello los problemas de flujo de caja.

Desde el Derecho Constitucional, el canje resultó una operación irracional: PDVSA aumentó su nivel de endeudamiento -pues pagó una prima a los tenedores de los Bonos 2017- a pesar de la crisis de flujo de caja y, además, comprometió a Citgo en colateral, creando un riesgo innecesario sobre su activo más importante en el extranjero. Además, tampoco solucionó el problema de insolvencia -o eventual iliquidez- pues apenas si canjeó el 39% de los Bonos 2017. Por ello, luego de pagar esos Bonos a fines de 2017, el Gobierno de Maduro declaró una moratoria unilateral de la deuda financiera, excepto de los Bonos 2020, que siguieron sirviéndose debido al colateral.

La Asamblea Nacional en Acuerdo del 27 de septiembre de 2016, y en ejercicio de sus facultades de control sobre contratos de interés público derivadas del artículo 187.9 constitucional, negó la capacidad de PDVSA de ceder en garantía las acciones de Citgo Holding, Inc. a empresas extranjeras. Ciertamente puede discutirse si tal cesión reúne las características de los contratos de interés público nacional (aun cuando, como ha opinado toda la doctrina que ha analizado el punto, es innegable que sí reúne esas características). Pero esa discusión no era relevante, pues ya el Acuerdo de la Asamblea Nacional había negado la autorización de PDVSA de ceder esa garantía. El citado Acuerdo es una decisión válida y vinculante, no solo en Venezuela sino también en Estados Unidos, debido a la doctrina del acto de Estado.

Ese fue el argumento por el cual PDVSA y PDV Holding, Inc. demandaron la nulidad de los contratos de emisión y de garantía. La demanda se basó en la nulidad de los contratos pero nunca negó el derecho a compensación por reclamaciones legítimas (aun cuando el cálculo de tal compensación fue y es discutido). La demanda no fue un intento por eludir o repudiar las reclamaciones legítimas, como lo ratificó la Asamblea Nacional en el citado Acuerdo de 15 de octubre de 2019. Se insiste, nunca se objetó la legalidad el canje como tal -más allá de su irracionalidad- sino el colateral, que es la única nota distintiva de los Bonos 2020.

Mal puede entonces señalarse que PDVSA actuó en contra de actos propios defraudando la buena fe de los tenedores de los Bonos 2017 que decidieron participar en el canje. PDVSA no cambió de opinión: hizo valer los efectos del Acuerdo del 27 de septiembre de 2016, tal y como ratificó el Acuerdo del 15 de octubre de 2019. Si en 2016 ese Acuerdo fue ignorado, fue por el desprecio a la Ley que caracterizó al Gobierno de Maduro. Pero las autoridades legítimas de PDVSA y de PDV Holding, Inc. no podían seguir ese desprecio. El principio de legalidad, por el contrario, les compelió a hacer valer el Acuerdo de 2016. Con lo cual, si para algo es relevante la tesis de los actos propios, es para considerar que en 2019, la Asamblea Nacional tenía que actuar en consonancia con el Acuerdo de 2016, con lo cual, mal podrían los tenedores invocar la violación de la buena fe o la defraudación de expectativas legítimas.

Así, los tenedores de los Bonos 2020 -antiguos tenedores de los Bonos 2017- no podían alegar la violación de su buena fe, pues ellos participaron en el canje al decidir ignorar el Acuerdo del 27 de septiembre de 2016. Ciertamente PDVSA -insistimos, bajo el control del Gobierno- había negado que la operación de canje requiriese autorización de la Asamblea (bajo una manipulada interpretación de la LOAFSP). Pero la Asamblea Nacional, en el tantas veces citado Acuerdo del 27 de septiembre de 2016, aprobado *antes* de la emisión de los Bonos 2020, había negado la capacidad contractual de PDVSA para ceder las acciones de Citgo Holding Inc. en colateral, en una decisión que tenía más valor que cualquier opinión o afirmación de PDVSA. De haber regido

efectivamente el Estado de Derecho, probablemente, los tenedores de los Bonos 2017 no hubiesen participado en un canje cuestionado jurídicamente por el Poder Legislativo.

La principal lección que deja este caso es la inadecuación del marco jurídico de las operaciones de crédito público de PDVSA y demás empresas del Estado. Sin negar las razones económicas y legales que justifican la flexibilidad de régimen jurídico de esas operaciones bajo las formas del Derecho Mercantil, debe recordarse que toda operación de crédito público -incluso, bajo el Derecho Privado- debe responder al prudente manejo patrimonial de la empresa. Este principio de prudencia y racionalidad fue violado por PDVSA, al ejecutar una irracional operación de canje y ceder en garantía las acciones de Citgo Holding, Inc., a pesar de que la Asamblea Nacional, como Poder Legislativo, había negado expresamente su capacidad contractual.

BIBLIOGRAFÍA

- Badell, Rafael, “Contratos de interés público”, en *Revista de Derecho Público 159-160*, Editorial Jurídica Venezolana, 2019.
- Brewer-Carías, Allan, *Dictadura Judicial y perversión del Estado de Derecho. La Sala Constitucional y la destrucción de la democracia en Venezuela*, Editorial Jurídica Venezolana International, Caracas, 2016.
- Caballero Ortiz, Jesús, *Las empresas públicas en el Derecho Venezolano*, Editorial Jurídica Venezolana, Caracas, 1982.
- CEDICE, ¿Por qué a Asamblea Nacional autorizó el pago del Bono PDVSA 2020?, mayo de 2019.
- Goldschmidt, Roberto, La responsabilidad de los administradores de las sociedades anónimas en el derecho venezolano, en *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Central de Venezuela N° 17*, Universidad Central de Venezuela, 1959.
- Hernández G., José Ignacio, “Hacia una regulación mercantil de protección de activos de empresas públicas en caso de insolvencias”, en *Revista Venezolana de Derecho Mercantil N° 15*, Sociedad Venezolana de Derecho Mercantil, Caracas, 2018.
- Monaldi, Francisco y Hernández, Igor, *Weathering Collapse: An Assessment of the Financial and Operational Situation of the Venezuelan Oil Industry*, Center for International Development, Harvard, 2016.
- Morles Hernández, Alfredo, *Curso de Derecho Mercantil, Tomo II*, Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2004.
- Rengel Núñez, Pedro, El sonado caso de los Bonos PDVSA 2020, en *Revista Venezolana de Derecho Mercantil N° 5*, Sociedad Venezolana de Derecho Mercantil, Caracas, 2020.
- Wälde, Thomas “The sanctity of debt and insolvent countries: defenses of debtors in international loan agreements”, en *Judicial enforcement of international debt obligations*, International Law Institute, Washington D.C., 1987.