

La deuda pública externa venezolana: *Aspectos institucionales*

José Ignacio Hernández G.

Universidad Católica Andrés Bello

Boston College

American University

Octubre de 2026

Sumario

1 ¿Cómo llegamos aquí?

2 El largo y tortuoso camino de la renegociación

3 El perímetro de la deuda pública externa

4 Los bonos internacionales

5 El enigma de China

6 PDVSA: Citgo y la peculiaridad de su deuda

7 Los retos de la renegociación: legitimidad

8 Los retos de la renegociación: reconciliación

9 Los retos de la renegociación: sanciones económicas

10 Los retos de la renegociación: fragilidad estatal

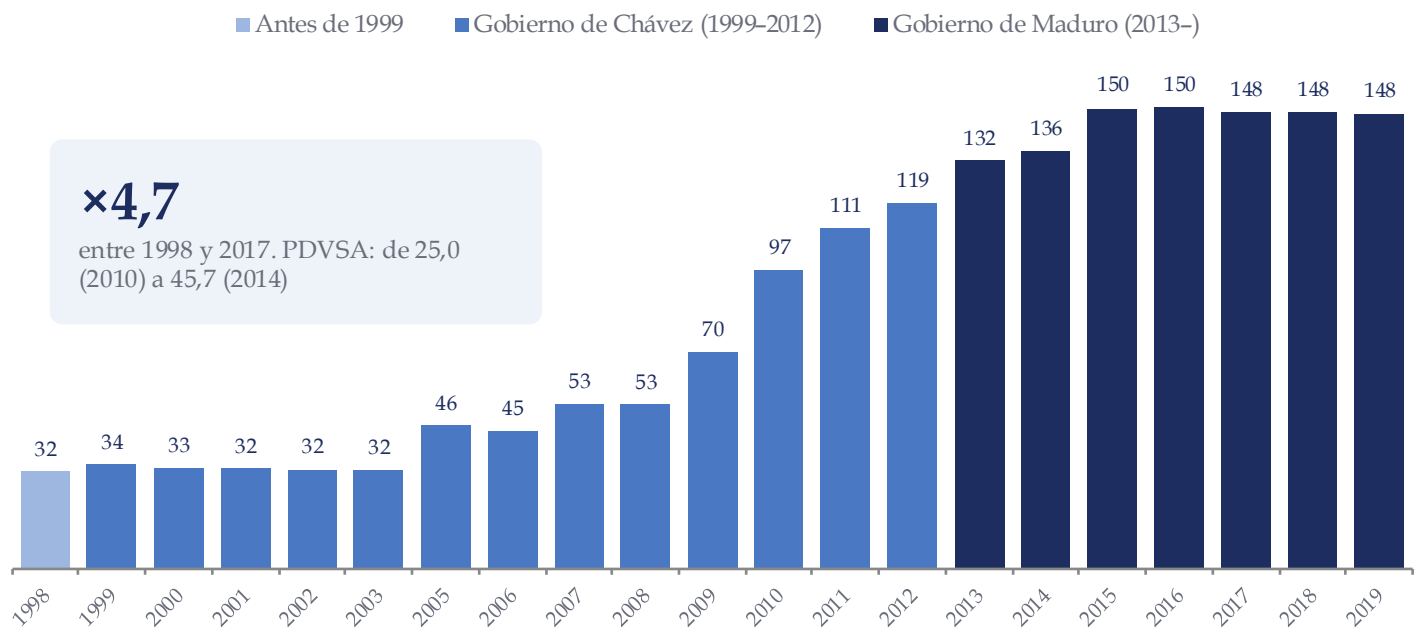
11 Los retos de la renegociación: el problema de acción colectiva

12 Escenarios de la renegociación

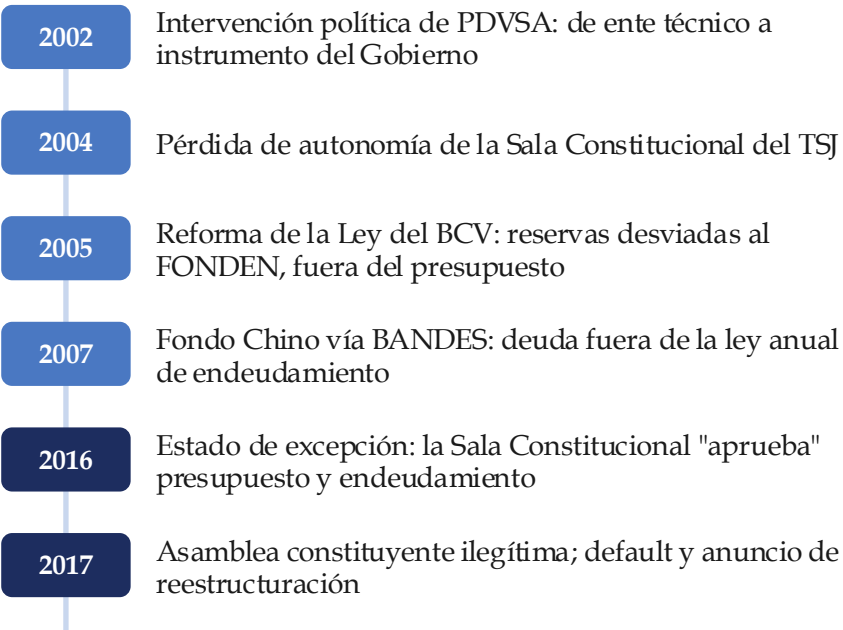
Orígenes de la deuda pública externa: de Chávez a Maduro

La deuda creció en pleno auge petrolero, a medida que se desmontaban los controles sobre la gestión fiscal

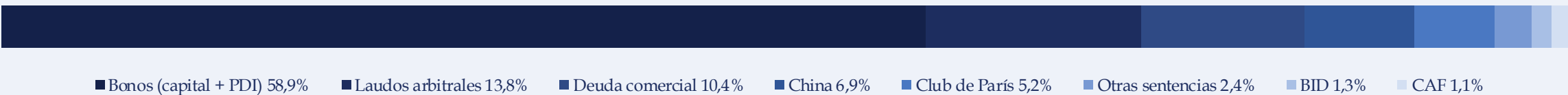
Saldo de la deuda externa bruta total al cierre de cada año (USD miles de millones)



Desmontaje de los pesos y contrapesos



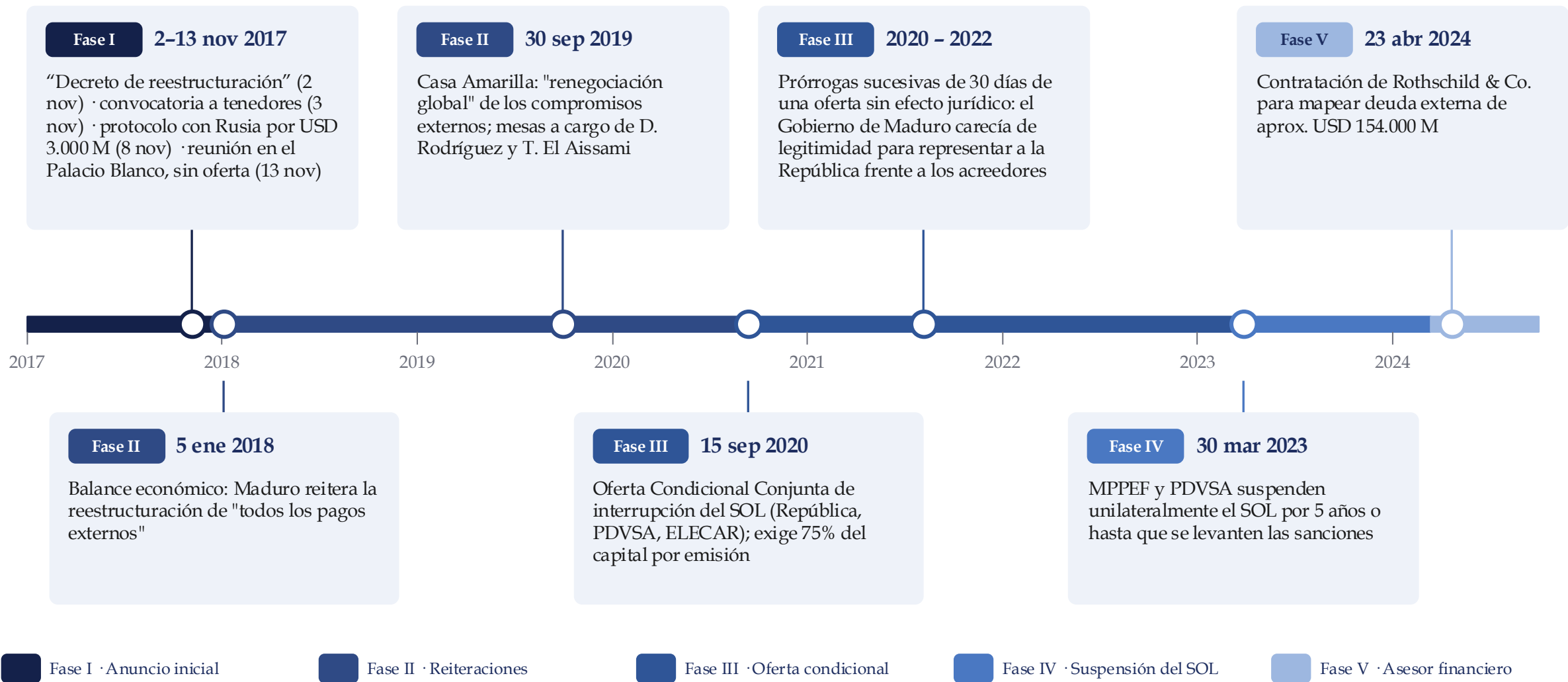
Resultado: perímetro actual de la deuda pública externa ≈ USD 172.800 millones



Fuente: cálculos propios, basados en CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe (ediciones 2004, 2014 y 2022). Solo a fines ilustrativos.

Anuncios de reestructuración de la deuda, 2017-2024

Gobierno de Nicolás Maduro: del decreto de reestructuración a la contratación de un asesor financiero



Fuente: Aurora Macro, con base en anuncios oficiales (Presidencia, Comisión Presidencial, MPPEF, PDVSA) y Bloomberg. SOL: plazo de prescripción (statute of limitations).

El perímetro de la deuda pública externa

Venezuela – Perímetro de la deuda pública externa · millones de USD · octubre 2026

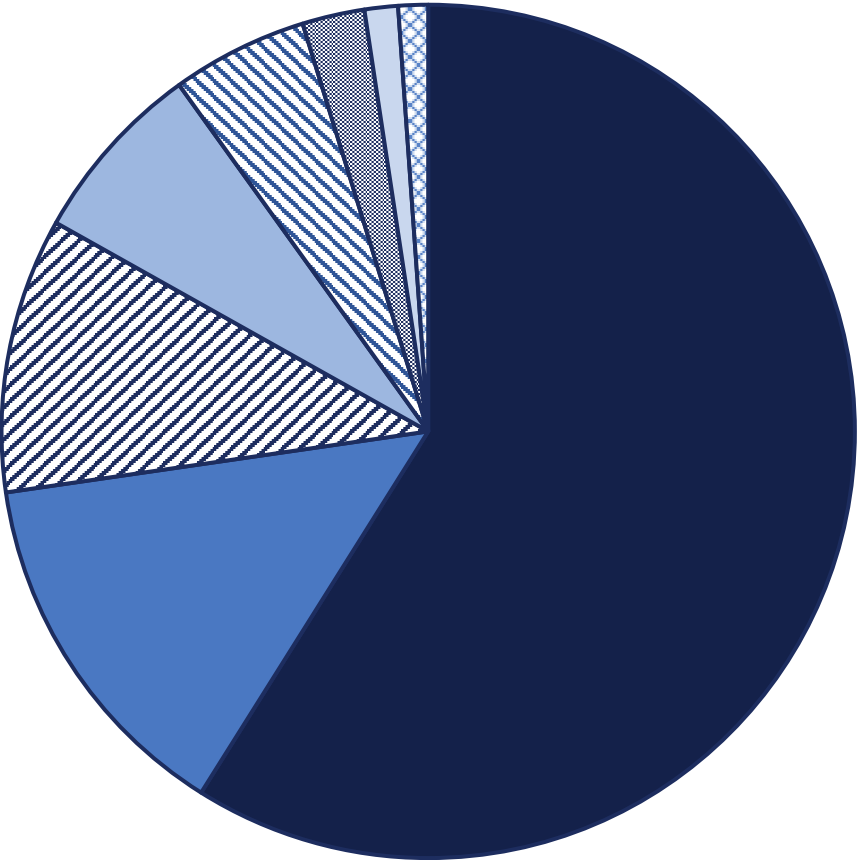
Concepto	Monto (USD mn)	% del total
Bonos internacionales (capital y PDI)	101.813,4	58,9%
Laudos arbitrales (incluye sentencias)	23.812,8	13,8%
Deuda comercial	18.000,0	10,4%
China	12.000,0	6,9%
Club de París	8.927,3	5,2%
Sentencias (no vinculadas a bonos ni laudos CIADI)	4.080,8	2,4%
BID	2.187,0	1,3%
CAF	1.945,9	1,1%
Total	172.767,3	100,0%

Aproximación conservadora

Para un análisis, ver: <https://saldarladeuda.com/>

El perímetro de la deuda pública externa

Composición de la deuda pública externa (% del total)

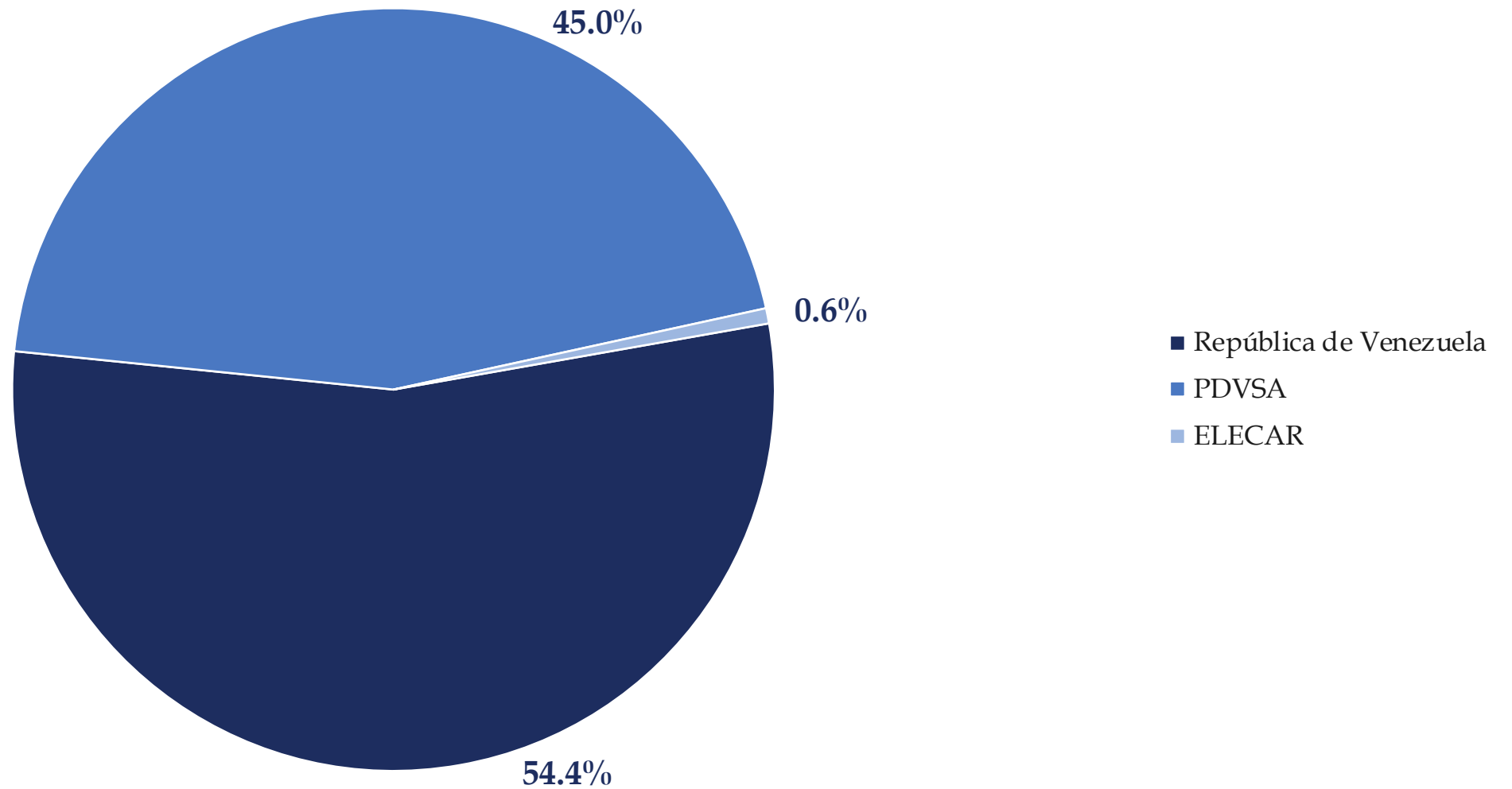


Bonos internacionales (capital y PDI)	58,9%
Laudos arbitrales (incluye sentencias)	13,8%
Deuda comercial	10,4%
China	6,9%
Club de París	5,2%
Sentencias (no vinculadas a bonos ni laudos CIADI)	2,4%
BID	1,3%
CAF	1,1%

Aproximación conservadora

El perímetro de la deuda pública externa

Deuda pública externa por deudor (% del total)



El perímetro de la deuda pública externa

Venezuela — Deuda pública externa por deudor · millones de USD · octubre 2026

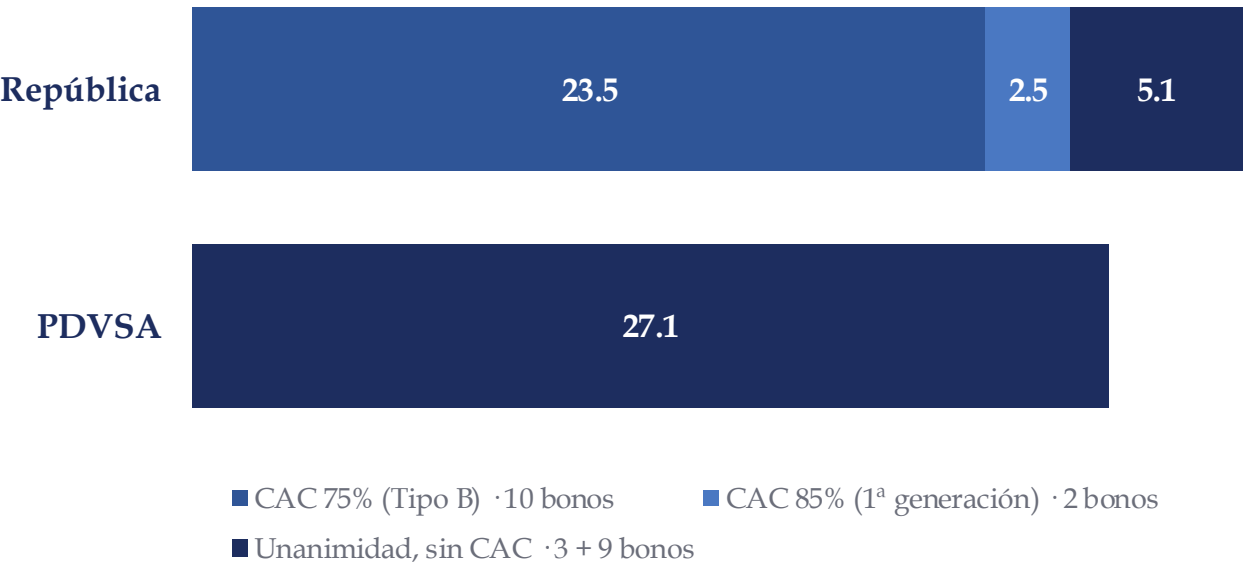
Deudor	Monto (USD mn)	% del total
República de Venezuela	93.961,9	54,4%
PDVSA	77.690,4	45,0%
ELECAR	1.115,0	0,6%
Total	172.767,3	100,0%

Radiografía de los bonos internacionales: República y PDVSA

Capital en circulación, cláusulas de acción colectiva (CAC) y derecho aplicable



Capital según la mayoría requerida para modificar términos de pago (USD miles de millones)



Arquitectura contractual

75%

Mayoría CAC Tipo B para cláusulas reservadas (FAA 2001 enmendado)

Serie

Votación serie por serie, sin agregación: riesgo de holdouts por bono

100%

PDVSA sin CAC: unanimidad; la vía disponible son los exit consents (>50%)

FAA

República: Fiscal Agency Agreement, sin trustee · PDVSA: indenture con trustee

CITGO

PDVSA 2020: prenda de 50,1% de CITGO Holding · PDVSA garantizados por PPSA

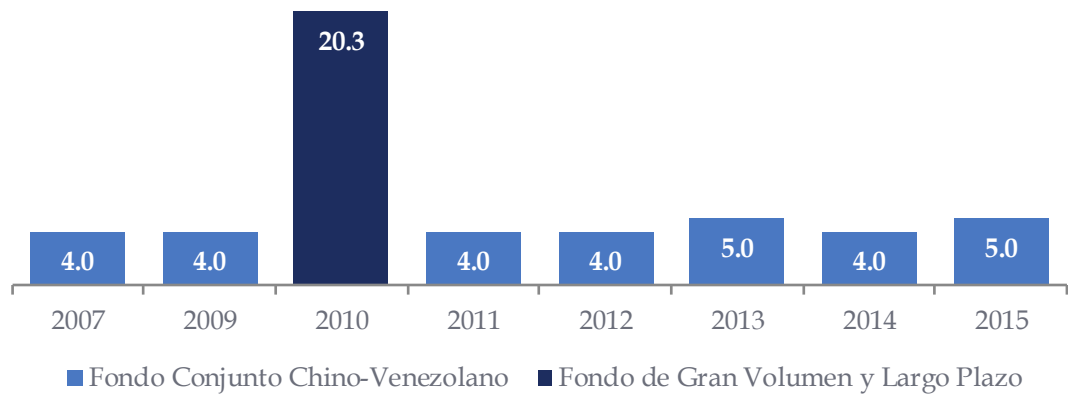
Fuente: Prospectos, Fiscal Agency Agreements e indentures. Capital en circulación, sin intereses vencidos (PDI); excluye ELECAR. Los términos del PDVSA 6% 2022N no constan en la base; se clasifica con el resto de PDVSA.

Préstamos China-Venezuela: radiografía de los fondos conjuntos

Del "debtor's trap" al "lender's trap": una relación de pérdida mutua



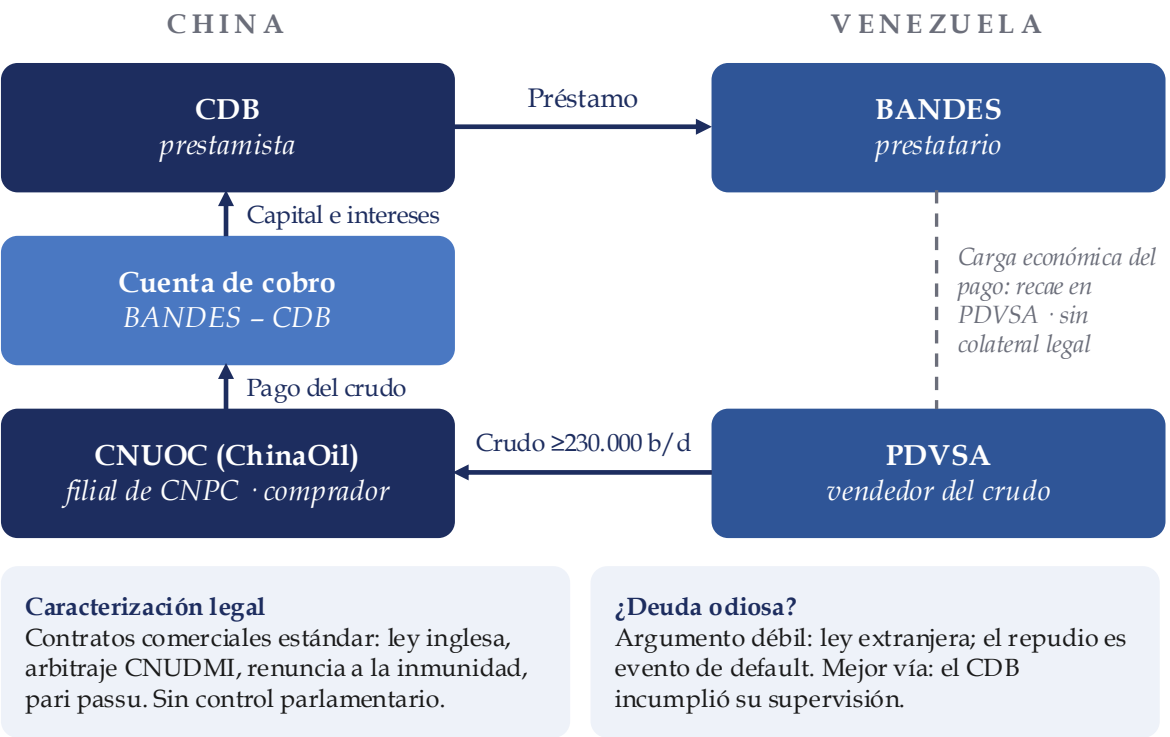
Desembolsos por tramo (USD miles de millones)



Gobernanza conjunta en tres niveles



Estructura del pago en petróleo



Fuente: J. I. Hernández G., "A Lose-Lose Relationship: The China Loans and Venezuela's Poor Governance" (cap. 18). Montos nominales: China-Latin America Finance Databases (Inter-American Dialogue).

PDVSA y Citgo

≈45%

de la deuda externa

PDVSA concentra cerca del 45% de la deuda externa. Pero el porcentaje podría ser mayor, en la medida en que las cortes de Estados Unidos ratifiquen que PDVSA es el alter ego de la República.

El principal activo externo de PDVSA es la empresa de refinación Citgo Petroleum Corporation (Citgo), severamente comprometida por la deuda pública externa:

50,1%

El 50,1% de las acciones de Citgo Holding, Inc. fueron dadas en garantía a los tenedores de los bonos PDVSA 2020. La validez de los bonos está en litigio.

Embargos

Diversos acreedores obtuvieron medidas de embargo sobre las acciones de PDV Holding, Inc., tenedora de Citgo Holding. La Corte de Distrito de Delaware ordenó la venta de las acciones. La causa está en apelación.

PDVSA: su situación peculiar

Cinco rasgos que hacen de la deuda de PDVSA un caso aparte dentro de la reestructuración

1 Alter ego

Acreedores diversos, incluidos los de la República que persiguen a PDVSA como su alter ego: el peso de la deuda termina recayendo en PDVSA.

2 Pagarés

Importante deuda comercial, parte de ella convertida en pagarés (promissory notes) de prelación ambigua, que complican cualquier renegociación futura.

3 China

Deudor de facto de los acuerdos con China: aunque el prestatario es BANDES, PDVSA mantiene la obligación de suministrar el petróleo con el que se paga.

4 PDVSA 2.0

Con la reforma de la Ley Orgánica de Hidrocarburos y los CPP, buena parte del flujo de caja pasa a operadores privados, en perjuicio de los acreedores de PDVSA.

5 El nudo de la reorganización

Avanzar en la nueva política petrolera
(Ley Orgánica de Hidrocarburos)



exige reorganizar a fondo PDVSA



y reorganizar PDVSA exige renegociar
su deuda

Sin renegociación, cualquier reorganización de PDVSA eleva el riesgo de litigio con sus acreedores.

PDVSA y Citgo

Embargos sobre las acciones de PDV Holding – orden de prioridad · Tribunal de Distrito de Delaware (caso Crystallex) · montos al 30/06/2026 · millones de USD

Prioridad	Acreedor	Monto (USD mn)	% del total
1	Crystallex Corporation	1.019,7	5,0%
2	Tidewater Caribe S.A., Tidewater Investment SRL	78,4	0,4%
2	Tidewater Caribe S.A., Tidewater Investment SRL (Fees)	2,9	0,0%
3	ConocoPhillips (Petrozuata/Hamaca) (19-mc-00342)	1.411,8	6,9%
4	OI European Group B.V.	686,9	3,3%
4	Huntington Ingalls Incorporated	139,5	0,7%
5	ACL1 Investments Ltd., ACL2 Investments Ltd., LDO (Cayman) XVIII Ltd.	118,9	0,6%
6	Red Tree Investments, LLC (19-cv-2519)	218,2	1,1%
6	Red Tree Investments, LLC (19-cv-2523)	126,1	0,6%
6	Red Tree Fee Judgment	2,9	0,0%
7	Rusoro Mining Limited	1.568,6	7,6%
8	ConocoPhillips (Corocoro) (22-mc-00264)	48,3	0,2%
9	Koch Minerals Sarl and Koch Nitrogen International	470,9	2,3%
10	Gold Reserve Inc.	1.255,6	6,1%
11	Siemens Energy Inc.	232,7	1,1%
12	Consorcio Andino, S.L., Valores Mundiales, S.L.	718,1	3,5%
13	Contrarian Capital Management, L.L.C. (October 2020 Judgment)	291,3	1,4%
13	Contrarian Capital Management, L.L.C. (May 2021 Judgment)	60,2	0,3%
13	Contrarian Capital Management, L.L.C. (October 2021 Judgment)	44,5	0,2%
14	ConocoPhillips (ICSID) (22-cv-00464)	11.487,7	55,8%
15	Gramercy Distressed Opportunity Fund LLC (18-1371-CRC)	258,7	1,3%
15	Gramercy Distressed Opportunity Fund LLC (18-1373-CJN)	281,6	1,4%
16	Saint-Gobain Performance Plastics Europe	57,4	0,3%
Total		20.580,8	100,0%

Los retos de la renegociación: legitimidad

1

El incumplimiento de las obligaciones internacionales comenzó en 2017, incluyendo el incumplimiento de bonos internacionales.

2

Desde entonces, se han anunciado siete procesos de reestructuración, sin avance alguno.

3

La principal causa es la ausencia de legitimidad del proceso. Sin legitimidad, cualquier renegociación se enfrenta a enormes retos de coordinación (Lienau).

4

El anuncio de 2026 se realizó en condiciones institucionales especiales (apoyo de Estados Unidos y expectativas de transición). Pero las autoridades interinas carecen de la legitimidad necesaria.

Los retos de la renegociación: reconciliación

Irak

Como ha observado Lee Buchheit, la deuda pública externa de Venezuela comparte elementos con el caso de Irak: una porción importante responde a reclamos que deben ser reconciliados.

Fragilidad

El proceso de reconciliación de la deuda se enfrenta a un reto adicional: la fragilidad estatal.

6-12 meses

Un proceso de reconciliación, necesario para definir el perímetro de la deuda, puede tardar entre 6 y 12 meses.

Paso cero

Bajo los estándares recomendados por el FMI, la reconciliación forma parte del “paso cero”. La renegociación solo podría iniciarse después de completada la reconciliación.

Los retos de la renegociación: sanciones económicas. Un proceso “conducido” por el Gobierno de Estados Unidos

Prohibición

La regulación de las sanciones en Venezuela prohíbe la renegociación de la deuda (EO 13857, 13884, LG3I y LG9H).

LG58

La LG58 solo autorizó la realización de acciones preparatorias, incluyendo la contratación de asesores (Centerview Partners y Hogan Lovells). No permite negociaciones directas con acreedores.

EO 14373

Bajo la EO 14373, el Departamento del Tesoro controla todos los ingresos del Gobierno de Venezuela por venta de recursos naturales, incluyendo exportaciones petroleras.

Embargos

La regulación de sanciones prohíbe medidas de embargo y cualquier otra acción de acreedores en contra de activos del Gobierno de Venezuela.

OFAC

Cualquier medida de ejecución sobre Citgo requiere autorización del Departamento del Tesoro (OFAC).

Los retos de la renegociación: fragilidad estatal (I)

1 Estado frágil

Venezuela forma parte del programa del FMI de Estados Frágiles y Sociedades en Conflicto (FSC).

2 Información de la deuda

Las instituciones a cargo de proveer la información de la deuda (Banco Central de Venezuela y la Oficina Nacional de Crédito Público) no cuentan con capacidad suficiente para producir información de calidad.

3 Capacidad estadística

La reconstrucción de la capacidad estadística es una condición necesaria para avanzar en un análisis de sostenibilidad de deuda (DSA) creíble.

Los retos de la renegociación: fragilidad estatal (II)

1 Acompañamiento del FMI

El proceso de reconstrucción de capacidades estadísticas requiere del acompañamiento del FMI, en el marco del programa de FSC.

2 Credibilidad del DSA

El acompañamiento técnico del FMI es necesario para paliar las fragilidades que restan credibilidad al DSA.

3 Costos de coordinación

El intento de avanzar en un proceso de renegociación basado en un DSA preparado sin el soporte del FMI eleva mucho más los costos de coordinación del proceso.

Los retos de la renegociación: el problema de acción colectiva

Punto de partida: de acuerdo con la literatura sobre deuda pública, la renegociación enfrenta un problema de acción colectiva (Buchheit, Gulati y Gelpert).

En Venezuela, el problema se agrava por cuatro circunstancias

1 Renegociaciones al margen

Algunos acreedores ya renegociaron su deuda fuera de un proceso general, en especial las petroleras socias minoritarias de empresas mixtas.

2 Riesgo de trato discriminatorio

Mientras unos acreedores esperan, otros avanzan. La reorganización de PDVSA puede sacar de la empresa buena parte de su flujo de caja, en perjuicio de sus acreedores, incluidos los tenedores de bonos.

3 Fragilidad estatal

Dificulta el consenso sobre lo básico: el perímetro de la deuda y el *financial envelope* del proceso, incluido el DSA.

4 Diversidad de acreedores

Acreedores de distinta naturaleza, con intereses distintos.

Consecuencias

Riesgo de holdout

Particularmente elevado, en especial ante la ausencia de cláusulas de acción colectiva (todos los bonos de PDVSA y tres de la República).

Riesgo de litigiosidad

Si se avanza en la renegociación de ciertas acreencias antes que otras, aumentan los reclamos por trato discriminatorio.

Escenarios de la renegociación

Cuatro rutas posibles según qué se renegocia, y cuándo, mientras avanza la reconciliación de la deuda

1

Escenario
Conservador

¿Qué se renegocia ahora?

Nada todavía

Se inicia la reconciliación y se prepara el DSA. EE. UU. mantiene la protección sobre los activos. La renegociación queda a cargo del nuevo gobierno democrático.

2

Escenario
Cleary Gottlieb

¿Qué se renegocia ahora?

Todo, de forma provisional

Mientras avanza la reestructuración, los bonos (y otros créditos) se canjean por "bonos espejo", que luego serán renegociados.

3

Escenario
Canje anticipado

¿Qué se renegocia ahora?

Los bonos internacionales

Mientras avanza la reconciliación, se renegocian los bonos internacionales, con bonos de dinero nuevo e instrumentos de recuperación de valor (como oil warrants).

4

Escenario
Escalonado

¿Qué se renegocia ahora?

Los reclamos estratégicos

Mientras avanza la reconciliación, se renegocian las reclamaciones estratégicas para la recuperación (como los reclamos de inversores).

Base común: reconciliación de la deuda y análisis de sostenibilidad (DSA) en curso