

## TRIBUNA

## La recompra de bonos como vía de cancelación de deuda

OP

EN: OJOS / ANÁLISIS  
OPINIONES / VISIONES  
DE LA ARGENTINA

LAFRASE

“  
El sistema  
financiero de  
EE.UU. está  
sólido.”

”

Henry Paulson,  
secretario del Tesoro de  
Estados Unidos

El plan de recompra de bonos implementado por el Gobierno constituye, desde el punto legal, una interesante vía de reducción del stock de la deuda, particularmente en la actual coyuntura. Es, además, y al menos en nuestro país, una estrategia novedosa en materia de deuda pública (en el ámbito privado es más frecuente la recompra por parte de las empresas de sus propias obligaciones negociables y acciones), más allá del compromiso asumido por el Gobierno en el canje de 2005, de destinar periódicamente fondos a la adquisición de los títulos emitidos en esa operación de reestructuración, para fortalecer su valor.

En el plano legal existen, para el deudor, básicamente tres alternativas válidas para extinguir sus obligaciones emergentes de empréstitos públicos: a) amortización; b) rescate; y c) recompra de bonos, que puede aparejar la 'confusión' (por la identificación del sujeto deudor y del acreedor, que ocurre cuando el país adquiere sus propios títulos y decide luego cancelarlos). Se aclara que son opciones 'válidas' y de 'extinción' de la deuda, para distinguirlas de las vías 'legítimas' de cancelación de obligaciones (vg. el repudio, como el que hizo Rusia con la deuda del zarismo luego de la revolución bolchevique) y de su mero 'diferimiento' (vg. la moratoria de los bonos argentinos de aquellos acreedores que rechazaron el canje de 2005).

Lucas A.  
Piaggio

Socio del estudio  
Nicholson y Cano  
Abogados



El modo normal de extinción de la deuda es la amortización, que supone la cancelación de los servicios de capital, previo pago de los intereses. Se dice que ningún país amortiza genuinamente su deuda, porque el superávit fiscal primario suele alcanzar para pagar tan sólo la renta, lo que lleva a renovar indefinidamente el capital adeudado a su vencimiento, emitiéndose nuevos bonos para cancelar los servicios de amortización de los ya emitidos. El problema se presenta cuando el superávit es insuficiente para aquello o si directamente se registra déficit fiscal, cuya reiteración en el tiempo lleva inexorablemente al default, como el que vivimos a fines del 2001.

Excepcionalmente puede anticiparse la cancelación de la deuda a través del rescate y de la recompra de bonos. El rescate supone la anticipación contractual de los vencimientos de amortización, y se justifica financieramente cuando dadas ciertas condiciones extraordinarias (ya sea por la extremada solvencia del emisor o por las bajas tasas que imperan en un mercado), los bonos a rescatar

cotizan por encima de su valor nominal, y su tasa interna de retorno (TIR) es inferior a la de los mismos servicios de renta. Si está previsto contractualmente, le conviene al emisor rescatar anticipadamente esa deuda a valor nominal, y eventualmente luego emitir nuevos títulos a menor tasa que la del bono rescatado. Por el contrario, la recompra es propicia cuando los títulos cotizan sensiblemente por debajo de su valor nominal. En ese contexto, si el emisor está en condiciones de destinar fondos a la compra de esos bonos, (que no es lo habitual ya que su baja cotización puede obedecer a la insolvencia del

deudor), tal medida será sumamente ventajosa para el país en cuestión. Es que si bien estará en cierto modo adelantando los vencimientos de los títulos, se estará liberando del pago futuro de los intereses y fundamentalmente estará cancelando capital a un valor significativamente que el nominal.

Tal situación es la que se presenta actualmente en nuestro país, con la particularidad de que la macroeconomía muestra un reiterado superávit fiscal, y por di-

versas y complejas causas -internas y externas- que se han presentado últimamente, los títulos públicos cotizan a precios de default (vg. los bonos Par en pesos cotizan al 20% de su valor nominal). Así, la intervención del Gobierno en el mercado recomprando bonos a esos precios para la ulterior cancelación (vía confusión) anticipada de deuda, aparece como una opción legal adecuada y oportuna de aplicación del superávit.

La estrategia oficial debe estar orientada por criterios de razonabilidad y transparencia. No debería privilegiarse exclusivamente la deuda que vence en los próximos años, sino que también debería destinarse parte de los fondos a la recompra de bonos de largo plazo, ya que su adquisición permitiría cancelar un mayor stock de deuda, por ser los títulos de valor más deprimido. Asimismo, para que el programa sea una genuina aplicación del superávit, tendrían que evitarse las simultáneas emisiones primarias de deuda que convaliden tasas elevadas. Finalmente, si bien es loable la intención de transparentar la operatoria a través de licitaciones, no es ello imprescindible tratándose de bonos que se comercializan en mercados de valores competitivos. La transparencia y discreción deberían estar presentes, en todo caso, en el procedimiento de elección de los títulos a adquirir y de la oportunidad de la intervención oficial en el mercado.

La estrategia  
oficial debe  
estar orientada  
por criterios de  
razonabilidad y  
transparencia