

# Recompra de Deuda al Descuento

## VII.1 Tesis Central del Programa

La adquisición de la propia deuda soberana al descuento, en un mercado donde los bonos cotizan a precios marcadamente inferiores a su valor nominal, constituye una operación financiera con tasa interna de retorno superior a cualquier otra alternativa disponible para el Tesoro Nacional. La justificación matemática es directa: cada dólar invertido en recompra retira valor nominal por un múltiplo definido por el inverso del precio de mercado, y elimina los flujos futuros de cupones e intereses asociados a ese valor nominal.

### TIR del Programa de Recompra

---

Cash Desplegado: \$1.00 a precio 56¢  
 Valor Nominal Retirado: \$1.79  
 Cupón Eliminado:  $\$1.79 \times 6.5\% = \$0.1163$  anual perpetuo  
 TIR Perpetua: 11.63%

### Comparación con Alternativas:

US Treasury 10Y:	4.40%	← Inferior
Bonos Corporativos IG:	5.50%	← Inferior
Equity Mineral JV:	26.00%	← Superior (mayor riesgo)
Equity Tech VC:	32.00%	← Superior (mayor riesgo)
Recompra Stealth (35¢):	18.60%	← Superior, pero capacidad limitada

---

## VII.2 Comparables Internacionales

### VII.2.1 Brasil 1995–2008 — Buyback de Bonos Brady

Brasil ejecutó durante 13 años un programa de recompra de bonos Brady a precios entre 60 y 95 centavos por dólar de valor nominal. El programa retiró aproximadamente \$30 mil millones de valor nominal a un costo cash de \$24 mil millones, generando ahorros acumulados de cupón estimados en \$18 mil millones. Brasil saldó anticipadamente su deuda con el Fondo Monetario Internacional en diciembre 2005 y obtuvo grado de inversión de S&P en abril 2008. La lección operativa: **persistencia y disciplina presupuestal anual.**

## VII.2.2 Rusia 1999–2007 — Compra Post-Default

Rusia, tras el default de agosto 1998, recompró durante 8 años aproximadamente \$25 mil millones de valor nominal de deuda Soviet-era y deuda comercial post-default a precios entre 12 y 40 centavos. La ventana se abrió por la combinación del default reciente (precios deprimidos) y el boom petrolero post-2002 (recursos disponibles). Rusia obtuvo grado de inversión de Moody's en octubre 2003. La lección operativa: **explotar la ventana entre el default percibido y la recuperación demostrada.**

## VII.2.3 Argentina 2005, 2010 y 2016 — Casos Mixtos

Argentina ofreció en 2005 un canje al ~30% del valor nominal con participación inicial del 76%. Los holdouts (Elliott Management/NML Capital, Aurelius Capital, Bracebridge Capital, Olifant) litigaron durante 15 años, obteniendo en 2016 un acuerdo a aproximadamente 80–95¢ por dólar nominal. La lección operativa: **el manejo de holdouts es la línea más cara del programa; subestimarlo es costoso.**

## VII.2.4 Grecia 2012 — PSI con Buyback Subsiguiente

La reestructuración griega Private Sector Involvement de 2012 canjeó bonos a un valor presente neto del 53% del valor nominal antiguo, con participación del 96.6% tras activación de las CACs. Subsiguientemente, en diciembre 2012, Grecia ejecutó un buyback adicional de €31.9 mil millones de valor nominal a precios entre 30 y 40 centavos. La lección operativa: **el buyback post-canje captura valor adicional cuando los precios siguen deprimidos por estigma.**

## VII.2.5 Sri Lanka 2024 — Reciente Comparable

Sri Lanka, en default desde 2022, completó en 2024 una reestructuración con valor presente neto del 55% del valor nominal antiguo, incluyendo "macro-linked bonds" condicionales al desempeño del PIB. La lección operativa: **el uso de instrumentos condicionales reduce la prima de riesgo exigida por los acreedores.**

## VII.2.6 Ucrania 2015 y 2024 — Reestructuración Bélica

Ucrania reestructuró en 2015 con quita del 20% y extensión de plazos. En 2024, durante la guerra, alcanzó un nuevo canje con quita adicional del 37% y "GDP warrants". La lección operativa: **los GDP warrants permiten reestructurar profundamente sin perder acceso futuro al mercado.**

## VII.3 La Recomendación de Estructura para Venezuela

### VII.3.1 Componente 1: Quita Nominal del 50%

El nuevo bono nominal equivaldrá al 45% del valor nominal antiguo (representando una quita del 55% sobre el principal); más una capitalización del 50% de los intereses acumulados desde el default.

### VII.3.2 Componente 2: GDP Warrants

Adicionalmente, cada tenedor recibirá un GDP warrant con las siguientes características:

- Pago condicional al desempeño del PIB venezolano respecto a una trayectoria base
- Activación: si el PIB nominal en USD supera el percentil 75 de la trayectoria base proyectada
- Pago anual: 0.5% del valor nominal antiguo del bono original entregado, con tope acumulado del 25%
- Plazo: 25 años
- Sin valor mínimo garantizado

### VII.3.3 Componente 3: Step-Up Coupon

Cupón escalonado para preservar el flujo de caja durante los primeros años:

- Años 1–5: 4.0% República, 3.5% PDVSA
- Años 6–10: 5.5% República, 5.0% PDVSA
- Años 11–25: 6.5% República, 6.0% PDVSA

### VII.3.4 Componente 4: Cláusulas de Acción Colectiva ICMA 2014

- Umbral de aceptación por serie: 75%
- Umbral global: 66.67%
- Mecanismo de "single-limb voting" para evitar fragmentación

#### VII.3.4-A Aclaración sobre Cláusulas de Acción Colectiva

**Importante:** las Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) conforme al estándar ICMA 2014 (umbrales 75% por serie / 66.67% global con voto agregado de un único brazo o "single-limb") aplican **exclusivamente a los nuevos bonos reestructurados** (REPGEN-1 y PDVGEN-1) emitidos como

producto del canje.

Los bonos venezolanos y de PDVSA en circulación en mora —emitidos mayoritariamente entre 1998 y 2014— **carecen de CACs ICMA-2014**. La estructura legal de los bonos antiguos varía según la serie:

Período de Emisión	Tipo de CAC	Umbral típico	Implicaciones
Pre-2003 (Bradies y eurobonos tempranos)	Sin CAC formal	n/a	Requiere consentimiento individual de cada tenedor o cramdown legislativo
2003–2010 (post-Argentina default)	CACs serie por serie	85% por serie	Susceptible a holdouts por compra de mayoría bloqueante en una serie aislada
2010–2014	CACs serie por serie reforzadas	75–85% por serie	Mejor protección pero aún fragmentaria
2014–presente (estándar ICMA-2014)	CACs agregadas single-limb	75% serie / 66.67% global	Mecanismo robusto contra holdouts

**Consecuencia operativa:** la oferta de canje del Génesis se diseña como un **canje voluntario con incentivos económicos** (prima de aceptación temprana, threats de exit consent en bonos canjeados), no como un cramdown legal directo. El uso de CACs ICMA-2014 sólo es operativo después del primer canje, sobre los nuevos bonos emitidos. Para los holdouts irreductibles del primer canje, la estrategia es la **liquidación bilateral a 60–85¢** descrita en la Sección VII.7, no la imposición unilateral mediante CAC.

### VII.3.5 Componente 5: Compromiso de Política Económica

Cláusula contractual que vincula la oferta a la implementación de la Ley del Génesis y al programa con el FMI, con cláusula de aceleración condicional si la República incumple metas fiscales sustanciales.

## VII.4 Detalle del Despliegue de Capital — Año por Año

### VII.4.1 Cronograma de 6 Años

Año	Ventana de Acumulación Discreta	Liquidación de Holdouts	Mercado Abierto Post-Canje	Total Cash Anual (mmUSD)
-1	\$3,915	—	—	\$3,915
0	\$0	—	—	\$0
1	—	\$14,000	—	\$14,000
2	—	—	\$1,500	\$1,500
3	—	—	\$1,500	\$1,500
4	—	—	\$1,500	\$1,500
5	—	—	\$1,500	\$1,500
6	—	—	\$1,500	\$1,500
<b>Total</b>	<b>\$3,915</b>	<b>\$14,000</b>	<b>\$7,500</b>	<b>\$25,415</b>

### VII.4.2 Valor Nominal Retirado

Año	Acumulación Discreta	Holdouts Liquidados	Mercado Abierto	Total Anual (mmUSD nom.)
-1	9,000	—	—	9,000
0	—	—	—	0
1	—	4,700	—	4,700
2	—	—	2,381	2,381
3	—	—	2,174	2,174
4	—	—	2,000	2,000
5	—	—	1,852	1,852
6	—	—	1,744	1,744
<b>Total Recompras</b>	<b>9,000</b>	<b>4,700</b>	<b>10,151</b>	<b>23,851</b>
<b>Plus Bonos Canjeados (Reducción Vía Quita)</b>				<b>18,590</b> (55% × \$33.8B)
<b>Total Reducción Stock Antiguo</b>				<b>42,441</b>

### VII.4.3 Stock de Deuda Antes y Después

Concepto	Pre-Programa	Post-Programa
Bonos República nominal	\$31.0B	\$13.95B (55% × \$25.36B canjeado)
Bonos PDVSA nominal	\$27.0B	\$10.80B (60% × \$18.0B canjeado)
Total bonos en circulación	\$58.0B	\$24.75B
Reducción nominal		<b>\$33.25B (-57%)</b>

## VII.5 Análisis del Costo Total

### VII.5.1 Costo en Caja Total (8 años)

\$25.4 mil millones (incluyendo costos legales y operativos de \$0.13 mil millones).

### VII.5.2 Valor Nominal Equivalente Eliminado

\$42.4 mil millones (combinando recompras directas y reducción por quita en canje).

### VII.5.3 Costo por Dólar de Valor Nominal Eliminado

$\$25.4B / \$42.4B = 60\text{¢}$  promedio efectivo (comprable con la trayectoria internacional de 32–55¢).

### VII.5.4 Ahorro de Cupón Acumulado (25 años post-programa)

Concepto	Anual	25 Años Acumulado
Cupón evitado por bonos no emitidos (parte canjeada con quita)	\$1.94B	\$48.5B
Cupón evitado por bonos retirados en mercado abierto	\$0.66B	\$16.5B
Cupón perdido por holdouts (paga al 60¢)	\$0.18B	\$4.5B
<b>Ahorro Neto Anual</b>	<b>\$2.42B</b>	<b>\$60.5B</b>

### VII.5.5 Valor Presente del Ahorro a Tasa de Descuento del 8%

$\$2.42B \times \text{Factor de Anualidad (25 años, 8\%)} = \$2.42B \times 10.675 = \mathbf{\$25.83B}$

### VII.5.6 TIR del Programa Total

Inversión en cash: \$25.4B Beneficio en cupones (VPN al 8%): \$25.83B **Beneficio Neto: \$0.43B;**  
**TIR efectiva del programa: 8.1%**

Nota crítica: la TIR del 8.1% se compara desfavorablemente con alternativas productivas como AEI (22%), FPV (28%), o FTV (32%). Sin embargo, el programa de recompra cumple funciones que las alternativas productivas no cumplen:

1. Restablece la solvencia soberana y el acceso al crédito;
2. Reduce la vulnerabilidad a shocks externos;

3. Mejora la calificación crediticia;
4. Reduce el costo del crédito futuro para emisiones primarias;
5. Cumple un compromiso ético con los acreedores.

Por estas razones, el programa de recompra debe verse como un **costo de transición necesario** más que como una decisión puramente económica de asignación de capital.

## VII.6 Alternativas Consideradas y Descartadas

### VII.6.1 Alternativa A: Default Persistente sin Reestructuración

Implicaría continuar el statu quo de default desde 2017. Consecuencias:

- Imposibilidad de acceso a mercados de capitales para nueva emisión soberana
- Continuación de litigación con embargos sobre activos extraterritoriales
- Imposibilidad de programas con FMI / Banco Mundial
- Incapacidad de obtener financiamiento concesional

**Veredicto: Descartada. Costo de oportunidad superior a \$50 mil millones acumulados a 10 años.**

### VII.6.2 Alternativa B: Pago Total al Valor Nominal

Implicaría pagar la totalidad del capital nominal más intereses acumulados, \$87.25 mil millones. Consecuencias:

- Imposibilidad fiscal sin endeudamiento masivo
- Inequidad respecto a tenedores que compraron en distressed (transferencia regresiva al capital especulativo)
- No genera reducción del stock futuro

**Veredicto: Descartada. Inviabile fiscalmente y políticamente.**

### VII.6.3 Alternativa C: Quita más Profunda (75%)

Implicaría una quita del 75% sobre el valor nominal. Consecuencias:

- Resistencia probable de acreedores; participación esperada inferior al 50%
- Litigación masiva por holdouts
- Reputación dañada para emisiones futuras
- Posible inelegibilidad para programas FMI

**Veredicto: Descartada. Marginal sobre la quita del 55% propuesta, con riesgos exponencialmente mayores.**

#### **VII.6.4 Alternativa D: Conversión Total a Equity**

Implicaría ofrecer a los tenedores de bonos acciones en empresas privatizadas en lugar de nuevos bonos. Consecuencias:

- Resistencia de acreedores no familiarizados con equity venezolano
- Complejidad legal extrema
- Compromete la estrategia de privatización al dispersar el capital social

**Veredicto: Considerada como opción suplementaria voluntaria al 5–10% de los acreedores; no como mecanismo principal.**

---

### **VII.7 Plan Operativo Detallado del Mes 0 al Mes 24**

#### **Mes 0 — Anuncio Formal**

- Comunicado oficial del Presidente de la República y del Ministro de Finanzas
- Conferencia de prensa con presencia de asesores legales y financieros
- Publicación del documento de oferta de canje (Memorandum of Exchange) en Bloomberg Terminal y Refinitiv
- Apertura de canal de comunicación con cada tenedor identificado

#### **Mes 1 — Roadshow Internacional**

- Tour de presentaciones en Nueva York, Londres, Frankfurt, París, Singapur, Tokio
- Reuniones bilaterales con los 30 principales tenedores institucionales
- Coordinación con prensa especializada (Financial Times, Wall Street Journal, Bloomberg, Reuters)

## Mes 2–5 — Período de Aceptación Estándar

- Recepción de declaraciones de aceptación
- Verificación de elegibilidad y custodia
- Comunicación regular sobre nivel de aceptación acumulado

## Mes 6 — Cierre del Período Estándar

- Evaluación del nivel de aceptación alcanzado
- Decisión sobre extensión del período con prima incremental

## Mes 6–9 — Período de Aceptación con Prima Adicional

- Oferta de prima del 1% adicional para aceptaciones nuevas
- Comunicaciones intensivas con tenedores que no aceptaron

## Mes 9–12 — Activación de CACs y Cierre

- Si participación supera 75% por serie y 66.67% global, se aplica el mecanismo CAC
- Cierre del canje y emisión de los nuevos bonos REPGEN-1 y PDVGEN-1
- Liquidación a holdouts mediante settlement bilaterales individuales

## Mes 12–18 — Operaciones de Mercado Abierto Iniciales

- Inicio de las recompras post-canje sobre los nuevos bonos
- Coordinación con BCV para gestión cambiaria

## Mes 18–24 — Consolidación

- Reporte oficial de cierre del programa al Mes 24
  - Auditoría externa por Big Four de los desembolsos y operaciones
  - Publicación del reporte oficial ante la Asamblea Nacional
-

## VII.8 Resumen Ejecutivo del Capítulo VII

Métrica Clave	Valor
Cash total desplegado en programa de recompra	\$25.4 mil millones
Valor nominal de bonos retirados o reducidos	\$42.4 mil millones
Costo promedio efectivo por dólar nominal	60¢
Stock final de deuda en bonos post-programa	\$24.75 mil millones
Reducción del stock	57%
Ahorro anual perpetuo de cupones	\$2.4 mil millones
Valor presente del ahorro de cupones	\$25.8 mil millones
TIR económica del programa	8.1%
Beneficio en términos de calificación crediticia	Permite alcanzar BB en 6 años
Beneficio en acceso a mercado primario	Habilitación dentro de Año 5

[Continúa en Capítulo VIII: Programa de Privatización Estratégica]