

El momento del canje de deuda en USD bajo ley local

En consonancia con el canje de deuda bajo legislación extranjera, el Gobierno Nacional inició el proceso de canje de sus títulos en moneda extranjera bajo legislación local. Mediante la Ley 27.556 del 4 de agosto y la Resolución 381/2020 del 17 de agosto, estableció las condiciones de la oferta, replicando en términos generales la de la ley internacional en el tramo USD. Sin embargo, hay adaptaciones.

Puntualmente, la ausencia de Cláusulas de Acción Colectivas (CACs) implica que no haya arrastre para quienes no participen en el canje si se lograsen las mayorías requeridas. Con ello desaparecen las diferentes posibles interpretaciones en su aplicación. En la oferta de canje de ley internacional el Bono 2046 está pensado para quienes sean arrastrados, mientras que no se incluye en el menú de nuevos bonos en la oferta de canje de deuda de ley local.

Por otro lado, la deuda a reestructurar en el canje de ley local es relativamente más corta que la de ley internacional. Entre el conjunto de deudas de corto plazo están las Letes en USD, a las cuales no se les reconocen intereses compensatorios desde su vencimiento hasta la fecha de emisión de los nuevos títulos, el próximo 4 de septiembre.

Finalmente, a los tenedores de bonos en dólares bajo ley nacional se les ofrece la posibilidad de canjearlos por bonos en ARS ajustable por CER. En el canje de bonos bajo ley internacional solo se ofrece la posibilidad de cambio de moneda a los tenedores de bonos emitidos en Euros que pueden optar por bonos en USD.

A continuación, presentamos los principales lineamientos de la oferta, una simulación del valor presente neto de cada uno de los nuevos títulos a distintas tasas de descuento y efectuamos algunas consideraciones finales.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

Principales lineamientos de la oferta

Entre los principales lineamientos enunciamos:

- Fecha de apertura de la oferta: 8 de agosto 2020.
- Fecha de cierre de las presentaciones: 15 de septiembre 2020.
- Participación temprana: desde el inicio al 1 de septiembre (inclusive).
- Participación tardía: desde el 2 de septiembre a la fecha de cierre (inclusive).
- Fecha del procesamiento final de ofertas: 17 de septiembre.
- Fecha de emisión de los nuevos títulos: 4 de septiembre.
- Diferenciación entre participación temprana y tardía: en la participación temprana se reconocerán intereses devengados entre la fecha del último cobro de cupón de los títulos que se canjean hasta el 4 de septiembre de 2020 (salvo en el caso de las Letes en USD). A quien participe tardíamente, solo se le reconocerán intereses devengados hasta el 6 de abril de 2020.
- Intereses devengados no pagados: se reconocen, pero no serán pagados en efectivo. A quienes elijan nuevos títulos en USD, se les entregará el Bono 2029 emitido bajo ley local, mientras que a quienes elijan bonos ajustables por CER recibirán una suma adicional de los mismos títulos equivalente a los intereses devengados en dólares convertidos a pesos.
- Derecho de revocación limitado: las presentaciones a la oferta serán irrevocables, salvo que el Gobierno decida prorrogar el período de aceptación por más de 30 días o modifique el vencimiento, monto, tasa de interés, relaciones de canje o límites de emisión de los nuevos títulos. El período de revocación será de 5 días corridos desde que se anuncie públicamente la vigencia del período de revocación.
- No adhesión al canje: quien no participe de este canje, no recibirá pagos hasta el 31 de agosto de 2021. Desde esa fecha podrán optar por alguna de las alternativas ofrecidas en este canje, pero solo se reconocerán los intereses devengados hasta el 6 de abril de 2020.
- Derecho a participar en mejores ofertas en el futuro (RUFO): si Argentina hiciese una mejora de

MONITOR SEMANAL

esta oferta en el futuro para atraer a quienes decidieron no participar del canje, los que canjearon tienen el derecho a ser parte del nuevo proceso. Este derecho tiene una vigencia de 5 años, desde el 4 de agosto de 2020. El derecho no se aplica si la mejora es el resultado de una orden judicial o de un laudo entre las partes.

- Nuevos bonos a emitir: para el canje de los saldos de capital, se emitirán 4 bonos en USD, 2030, 2035, 2038 y 2041 y 2 bonos en ARS ajustables por CER, 2026 y 2028. Además, en reconocimiento de los intereses devengados no pagados se emitirá el bono en USD 2029 para quienes opten por la alternativa USD, mientras que para quienes opten por bonos en pesos ajustables por CER se emitirá una cantidad adicional del respectivo título elegido.

A continuación, presentamos las principales características de los nuevos bonos a ser emitidos:

Oferta Canje bonos en USD Ley Local

Bono por el capital	Nuevos bonos en USD				Nuevos bonos CER*	
	2030	2035	2038	2041	2026	2028
Límite emisión	USD 19.030 millones	USD 32.084 millones	USD 7.254 millones	USD 40.639 millones	USD 6.054 millones equivalentes	USD 20.099 millones equivalentes
Capital						
Quita/relación canje	3% (97 c/100 nominal)	3% (97 c/100 nominal)	0% (100 c/100 nominal)	0% (100 c/100 nominal)	3% (97 c/100 nominal)	3% (97 c/100 nominal)
Amortización	13 pagos semestrales, desde 7/2024	10 pagos semestrales, desde 1/2031	22 pagos semestrales, desde 7/2027	28 pagos semestrales, desde 1/2028	5 pagos semestrales, desde 11/2024	10 pagos semestrales, desde 5/2024
Intereses (semestrales)	0,125% de 9/20 al 7/21	0,125% de 9/20 al 7/21	0,125% de 9/20 al 7/21	0,125% de 9/20 al 7/21	2,0%	2,25%
Tasa	0,5% de 7/21 al 7/23	1,25% de 7/21 al 7/22	2% de 7/21 al 7/22	2,5% de 7/21 al 7/22		
	0,75% de 7/23 al 7/27	1,5% de 7/22 al 7/23	3,875% de 7/22 al 7/23	3,5% de 7/22 al 7/29		
	1,75% desde 7/27	3,625% de 7/23 al 7/24	4,25% de 7/23 al 7/24	4,875% desde 7/29		
		4,125% de 7/24 al 7/27	5% desde 7/24			
	4,75% de 7/27 al 7/28					
	5% desde 7/28					
Fecha pago	9 de Julio- 9 de Enero				9 de Mayo - 9 de Noviembre	
Bono por intereses devengados no pagados	2029					
Amortización	10 cuotas semestrales desde 1/2025				Boncer 2026	Boncer 2028
Intereses (semestrales)						
Tasa	1%, desde 9/20					
Fecha pago	9 de Julio- 9 de Enero					
VPN al 10% de exit yield en USD y 5% CER (incluye bono intereses)**	57,1	53,4	60,3	54,1	47,3	47,1

* Al tipo de cambio ARS/USD 74,8

** VPN de bonos CER se expresan en USD libres CCL de 132

Fuente: Ley y reglamentación

En base a las condiciones de emisión y bajo supuestos de una tasa de descuento de 10% para los de USD y 5% para los de CER, se observa que los Bonos 2038 y 2030 en USD y el Boncer 2026 son los de mayor VPN.

- Elegibilidad de títulos actuales y acceso: en base a los montos máximos establecidos para emisión de

MONITOR SEMANAL

los distintos títulos y según orden de prelación determinado. Si la demanda de bonos excede los límites, la distribución será a prorrata. Los límites de nuevos bonos a emitir y de los títulos a canjear se presentan en la tabla que sigue.

Títulos elegibles, nuevos bonos, montos y ordenes de prelación

USD millones

Títulos elegibles		Nuevos Bonos*						Orden prelación para bonos en USD 2030 (participación temprana)	Orden prelación para BONCER 26 (participación temprana)
		USD				CER**			
Especie	Monto*	2030	2035	2038	2041	BONCER 26	BONCER 28		
Letes	2.724	X	X		X	X	X	1	2
Lelinks	399					X		-	1
Bonte 21	8					X		-	1
Bonar 20-24	17.135	X	X		X	X	X	2	3
Bonar 25-37	13.458		X		X			-	-
Discounts	5.174			X	X			-	-
Par	1.301				X			-	-
Total	40.198	19.030	32.084	7.254	40.639	6.054	20.099	-	-

* No incluye intereses corridos

** En USD equivalentes, a FX 74,8

Fuente: MECON y Ley 27.566

Teniendo en cuenta los saldos de deuda de cada uno de los títulos elegibles para el canje –en poder de los sectores privado y público- y los límites fijados para la emisión de cada uno de los nuevos bonos surge:

I. Elección de títulos en USD: tenedores de Letes y Bonares 20-24 (orden de prelación 1 y 2, respectivamente) podrán acceder prácticamente sin limitaciones al Bono 2030.

II. Elección de títulos CER: en el hipotético caso en que gran parte de los que tienen la posibilidad de elegir el Boncer 26 lo hiciesen, se deberían prorratear sus participaciones porque superarían el máximo. En ese caso, según orden de prelación, los tenedores de Letes, Lelinks, Bonte 21 y una parte de tenedores de Bonar 20 accederían a ese título. Al resto se les asignaría el Boncer 28.

Valor presente neto de los nuevos títulos

Para los principales bonos elegibles presentamos cálculos de valor presente neto (VPN) cuando se canjean por los nuevos títulos según distintas tasas de descuento, relaciones de canje -incluyendo

MONITOR SEMANAL

intereses devengados al 4 de septiembre- y un tipo de cambio libre (CCL) de 132 ARS/USD para poder comparar la opción CER con las de USD. También comparamos los VPN de los títulos con los respectivos precios de mercado (al 20/8).

Respecto del supuesto de tasa de descuento, cabe mencionar que en el pasado los rendimientos de los bonos en dólares emitidos bajo ley internacional fueron inferiores a los similares emitidos bajo ley nacional.

Simulación Valor Presente Neto (VPN) deuda en USD bajo legislación extranjera según distintos tasas de descuento USD equivalentes y %. Al 20/8/2020

Canje por títulos en USD

	Precio actual*	Bono	Conversión a bono @8%		Conversión a bono @10%		Conversión a bono @12%	
			VPN	Diferencia %	VPN	Diferencia %	VPN	Diferencia %
BONAR 20	49,2	2030	66,8	35,6%	59,4	20,7%	53,0	7,7%
BONAR 24	48,8	2030	66,0	35,1%	58,7	20,3%	52,4	7,3%
BONAR 24	48,8	2035	66,1	35,5%	55,0	12,6%	46,0	-5,8%
BONAR 25	44,0	2035	65,5	48,9%	54,4	23,7%	45,5	3,4%
BONAR 37	43,9	2035	66,6	51,6%	55,4	26,1%	46,3	5,5%
PAR USD ARL	42,8	2041	68,2	59,4%	56,7	32,5%	47,6	11,2%
DISC USD ARL	49,2	2038	70,6	43,5%	59,3	20,6%	50,2	2,1%
DISC USD ARL	49,2	2041	64,1	30,4%	53,1	7,9%	44,4	-9,8%

Canje por bonos CER (CCL=132)

	Precio actual*	Bono	Conversión a bono @3%		Conversión a bono @5%		Conversión a bono @7%	
			VPN	Diferencia %	VPN	Diferencia %	VPN	Diferencia %
BONAR 20	49,2	BONCER 2028	56,7	15,2%	50,9	3,4%	45,8	-7,0%
BONAR 24	48,8	BONCER 2028	56,7	16,2%	50,9	4,3%	45,8	-6,2%

Fuente: elaboración propias en base a Oferta Argentina y Bloomberg

- Canje de bonos por nueva deuda en USD: comparando los precios de mercado (20/8) con los VPN de los nuevos bonos calculados con los supuestos mencionados y el mecanismo de asignación descrito se observa que, a las tasas de descuento del 8 y 10%, el tramo medio/largo de la curva tendría mayor potencial de upside (Bonar 25, 37 y Par), En cambio, si la tasa de descuento sube al 12% el mayor upside se encuentra en los bonos de corto plazo y en el Par. En particular, a esta última tasa de descuento el valor de mercado del Bonar 24 sería inferior al actual.

- Canje de bonos por nueva deuda ajustable por CER: entre los bonos, sólo el Bonar 20 y el Bonar 24 pueden optar por bonos ajustables por CER. Suponemos que reciben el Boncer 28. A los precios y rendimientos actuales de los bonos ajustables por CER de plazos similares (del orden del 5%),

MONITOR SEMANAL

convertidos los pesos a USD al tipo de cambio CCL de ARS/USD 132, el VPN en USD 50,9 por cada 100.

Este último VPN se compara desfavorablemente con la opción de USD (bono 2030) descontada al 10% el VPN de esos bonos que es 59,4 para el Bonar 20 y 58,7 USD para el Bonar 24. Descontado al 12%, el VPN sería 53 y 52,4, respectivamente.

Consideraciones finales

Teniendo en cuenta las características de la oferta de canje local consideramos que la mejor opción es adherir. Con esta visión sólo cabe evaluar, para aquellos bonos que se enfrentan con la opción, si es conveniente canjearlos por bonos en USD o ajustables por CER. Las variables que entran en juego en la decisión son la evolución del riesgo país de Argentina, de la inflación, de la tasa de interés y del tipo de cambio libre, sujeto a la visión de movimientos que se tenga de cada una para un horizonte temporal dado.

Las fuertes restricciones cambiarias actuales y la liquidez en la economía son factores que se combinan para potenciar la demanda de títulos de deuda en ARS ajustables por CER, en un plazo relativamente corto, donde existe incertidumbre sobre la evolución del riesgo país. Sin embargo, para un horizonte algo más largo, las opciones no son tan claras. La convergencia del tipo de cambio CCL al tipo de cambio oficial en el marco de un programa económico consistente haría más favorable la opción en CER, aunque también en ese escenario el riesgo país será menor.