Restructuración Ley Local

Con una oferta encaminada para reestructurar la deuda soberana argentina emitida bajo ley extranjera, el gobierno nacional se dispuso a realizar el mismo proceso con los bonos emitidos bajo ley local. Hay que tener en cuenta que, si bien hay una ley marco para reestructurar la deuda en general, fue enviada al Congreso en febrero del corriente año y aprobada en el Senado. Para poder emitir nuevos bonos a cambio de los existentes, emitidos bajo legislación argentina, se necesita un proyecto de ley específico.

A diferencia de los bonos emitidos bajo ley extranjera, que para reestructurarlos el gobierno debe presentar una oferta ante la SEC (siempre enmarcado dentro de la ley general aprobada en el Congreso argentino), la oferta para reestructurar los bonos ley local es directamente una ley que pasa por el poder legislativo. Dicha ley ya se encuentra aprobada y publicada en el boletín oficial. También ya se encuentra instrumentada, lo cual estuvo pendiente en manos del Ministerio de Economía. En el proyecto aprobado, se especifican los instrumentos elegibles y las características tanto legales como financieras que tendrán los nuevos títulos.

Es importante destacar que, desde el punto de vista financiero, la oferta presentada por el gobierno con el objetivo de reestructurar los bonos emitidos bajo ley local es muy similar a la presentada en la SEC, tal como había anunciado el gobierno cuando comenzó a trabajar en este tema. La diferencia principal es que en este caso se ofrecen dos bonos en pesos que ajustan su capital por CER. Además, se le reconocerán más intereses corridos a los bonistas que acepten el canje de manera temprana.

Bonos Elegibles

A diferencia de los títulos emitidos bajo ley extranjera, en el caso local no se reestructuran solamente bonos, sino que también ingresan al canje Letes y Lelinks. A continuación, se detallan todos los instrumentos elegibles para entrar en la operación de canje.

La información contenida en el presente informe ha sido elaborada por Rava Bursátil S.A.. El mismo es proporcionado sólo con fines informativos, a pesar de que se efectuó con el debido cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Asimismo, este informe no constituye oferta, sugerencia, ni recomendación para vender o comprar acciones o títulos valores. Su objeto es ilustrar y servir de elemento comparativo a los inversores sobre la evolución de los mercados. Rava Bursátil S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales que provoquen decisiones basadas en dichos informes.

Titulo	Ticker
LETES/U$S/30-08-2019	U30G9
LETES/U$S/13-09-2019	U13S9
LETES/U$S/27-09-2019	U27S9
LETES/U$S/11-10-2019	U11O9
LETES/U$S/25-10-2019	U25O9
LETES/U$S/15-11-2019	U15N9
LETES/U$S/29-11-2019	U29N9
LETES/U$S/20-12-2019	U20D9
LETES/U$S/17-01-2020	U17E0
LETES/U$S/31-01-2020	U31E0
LETES/U$S/28-02-2020	U28F0
LETES/U$S/14-02-2020	U14F0
LELINKS/U$S/4,25%/04-12-2019	V04D9
LELINKS/U$S/4,25%/05-11-2019	V05N9

Titulo	Ticker
BONAR/U$S/4,50% ó 2,35%CM/13-02-2020 DUAL	AF20
BONTE/U$S/4,00%/05-08-2021	TV21
BONAR/U$S/8,00%/29-05-2020	AY20
BONAR/U$S/8%/08-10-2020	AO20
BONAR/U$S/7,75 %/30-12-2022	AD22
BONAR/U$S/1%/05-08-2023	AG23D
BONAR/U$S/8,75%/07-05-2024	AY24
BONAR/U$S/5,75%/18-04-2025	AA25
BONAR/U$S/7,875%/30-12-2025	AD25
BONAR/U$S/7,875%/30-12-2027	AD27
BONAR/U$S/7,625%/18-04-2037	AA37
DISCOUNT/U$S/8,28%/2033	DICA
PAR/U$S/T.FIJA/2038	PARA

Hay que tener presente que por más que el bono se haya adquirido pagando con dólares o con pesos, la especie es la misma a los efectos de entrar en el canje. Además, en el caso de las letras y de los bonos "linkeados" al dólar (aquellos emitidos en moneda extranjera pero que se pesifican al dólar mayorista cuando enfrentan pagos) ya hubo canjes por otros instrumentos, por lo que el monto en circulación de estos títulos es menor al emitido. Cabe destacar que no todas las letras emitidas por el estado fueron incorporadas en esta propuesta, las suscriptas por el mismo sector público no se encuentran presentes en el proyecto de ley. Esto se debe a que no tiene sentido reestructurar esa parte de la deuda dado que generaría un problema interno en el estado, ya que los flujos de fondos que tenían previstos se verían postergados. Sumado a esto, los bonos con cupones PBI tampoco son elegibles para el canje.

Por otro lado, esta propuesta es solamente para los bonos emitidos en dólares. Los títulos públicos en moneda local no serán reestructurados ya que el gobierno garantizó desde el inicio del proceso que se respetaría los vencimientos de estos activos. Sumado a esto, en el último tiempo a través de licitaciones de letras y bonos ajustados por CER logró refinanciar gran parte de la deuda que tenía vigente.

Cronograma

De acuerdo con lo publicado en la resolución 381/2020, la oferta entra en vigencia el 17 de agosto del corriente año, día en el que se publica dicho documento. Por lo tanto, los inversores pueden comenzar a presentar su adhesión a partir de ese día hasta el 15 de septiembre del 2020, teniendo en cuenta que hay un período de aceptación temprana donde los bonistas se verán beneficiados con el reconocimiento de más intereses

La información contenida en el presente informe ha sido elaborada por Rava Bursátil S.A.. El mismo es proporcionado sólo con fines informativos, a pesar de que se efectuó con el debido cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Asimismo, este informe no constituye oferta, sugerencia, ni recomendación para vender o comprar acciones o títulos valores. Su objeto es ilustrar y servir de elemento comparativo a los inversores sobre la evolución de los mercados. Rava Bursátil S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales que provoquen decisiones basadas en dichos informes.

devengados con respecto a los inversores que adhieran a la oferta en el período de aceptación tardía.

Cronograma	
17/8/2020	Comienzo de la Oferta
Hasta 01/09/2020	Período de Aceptación Temprana
Desde 02/09/2020 hasta 15/09/2020	Período de Aceptación Tardía
15/9/2020	Vencimiento de la Oferta

Por otro lado, los títulos tendrán fecha de emisión el 4 de septiembre, es decir que desde ese momento los nuevos títulos devengarán intereses. En el caso del Período de Aceptación Temprana, los títulos serán entregados al Agente de Canje ese mismo día y la operación se liquidará el 7 de septiembre. En el caso del Período de Aceptación Tardía, los nuevos títulos serán entregados al Agente de Canje el día 18 de septiembre y la liquidación será el 21 de septiembre.

Los resultados de la operación serán informados por la Secretaría de Finanzas a medida que se procesen los datos, es decir que el 3 de septiembre ya se conocerían los datos del primer corte y el 16 de septiembre los del segundo.

Características de la Propuesta

Desde el primer momento, el gobierno sostuvo que la reestructuración de los bonos emitidos bajo ley local estaría subordinada a la reestructuración de los bonos ley extranjera, pero que los inversionistas en ambos tipos de legislación recibirían un trato equitativo. Esto último se vio realizado luego de que el gobierno acuerde con los acreedores extranjeros. Los cambios que se plantearon para los bonos emitidos bajo ley extranjera se replicaron para la oferta de reestructuración de los bonos emitidos bajo ley argentina.

Luego de conocerse el proyecto de ley para los bonos de legislación argentina, se confirmaron los dichos oficiales ya que las propuestas son muy similares. Sin embargo, el proyecto de ley contempla la emisión de dos bonos en moneda local que ajustan su capital vía CER con vencimientos en el 2026 y 2028. Esta última opción no se encuentra disponible en la propuesta de reestructuración de los bonos emitidos bajo ley extranjera.

Bonos en Dólares

- **Vencimientos:** Los bonos ofrecidos en el canje tienen vencimientos en 2030, 2035, 2038 y 2041. Como se puede ver, hay uno menos que para la ley extranjera y por lo tanto el bono más largo ofrecido vence en el 2041.

La información contenida en el presente informe ha sido elaborada por Rava Bursátil S.A.. El mismo es proporcionado sólo con fines informativos, a pesar de que se efectuó con el debido cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Asimismo, este informe no constituye oferta, sugerencia, ni recomendación para vender o comprar acciones o títulos valores. Su objeto es ilustrar y servir de elemento comparativo a los inversores sobre la evolución de los mercados. Rava Bursátil S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales que provoquen decisiones basadas en dichos informes.

- **Tasas:** Hay que tener en cuenta que, en los nuevos bonos a emitir, la tasa de interés que paga no es constante como en la mayoría de los bonos que hay en el mercado. En este caso, a diferencia de pagar una tasa de interés determinada para cada período del bono, se pagan tasas que van creciendo a medida que pasa el tiempo. Sin embargo, se empieza con una tasa de 0,125% y luego a medida que el tiempo pasa, el instrumento devenga tasas cada vez mayores. Ninguno de los bonos paga tasas superiores al 5%.
- **Quita:** Los bonos ofrecidos tienen como quita máxima 3% del capital, pero también hay casos, dependiendo el bono entregado y el elegido, que no hay quita alguna del capital.
- **Período de Gracia:** El lapso de tiempo en el cual los inversores no percibirán ningún flujo de fondos por los bonos será solamente de 6 meses. Además, el primer servicio de interés devengará los intereses desde la emisión.
- **Intereses Corridos:** El gobierno también emitirá un bono al 2029 que devengará intereses al 1% y tendrá amortizaciones parciales. Este instrumento servirá para pagar los intereses devengados desde el último pago del bono que posean hasta el 6 de abril del 2020 o al 4 de septiembre del 2020 dependiendo cuando acepten la oferta. De esta manera se busca darle incentivos a los bonistas para que se adhieran a la nueva oferta y en especial de manera temprana.
- **Legislación:** Los nuevos bonos emitidos tendrán legislación argentina.

Bonos en Pesos

- **Vencimientos:** Los bonos ofrecidos en el canje son solo dos y tienen vencimientos en el 2026 y en el 2028, es decir, que son más cortos que los emitidos en moneda extranjera.
- **Tasas:** El atractivo de estos bonos no es el interés que devengan, sino que ajustan su capital por CER. Sumado al ajuste de capital pagan una tasa de interés de 2% y 2,25% para el más corto y el más largo respectivamente.
- **Quita:** Como incentivo para que los inversores se posicionen en estos títulos y así poder descomprimir los vencimientos en moneda dura, estos nuevos bonos no tienen quita de capital.
- **Período de Gracia:** El lapso de tiempo en el cual los inversores no percibirán ningún flujo de fondos por los bonos será solamente de 6 meses. Además, el primer servicio de interés devengará los intereses desde la emisión.
- **Intereses Corridos:** En vez de recibir el bono al 2030 tal como recibirán los que canjeen por títulos en dólares, los inversionistas que decidan adquirir los nuevos bonos CER recibirán títulos adicionales por los intereses corridos. Los intereses a imputar a la adquisición del bono también dependen de cuando se entre al canje.
- **Legislación:** Los nuevos bonos emitidos tendrán legislación argentina.

La información contenida en el presente informe ha sido elaborada por Rava Bursátil S.A.. El mismo es proporcionado sólo con fines informativos, a pesar de que se efectuó con el debido cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Asimismo, este informe no constituye oferta, sugerencia, ni recomendación para vender o comprar acciones o títulos valores. Su objeto es ilustrar y servir de elemento comparativo a los inversores sobre la evolución de los mercados. Rava Bursátil S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales que provoquen decisiones basadas en dichos informes.

	Bono USD 2030	Bono USD 2035	Bono USD 2038	Bono USD 2041	Boncer 2026	Boncer 2028
Relación Canje	97%	97%	100%	97% - 100%	100%	100%
Meses de Pago	Enero - Julio	Enero - Julio	Enero - Julio	Enero - Julio	Mayo - Noviembre	Mayo - Noviembre
Pago Intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Tasa	Desde: 0,125% Hasta:1,75%	Desde: 0,125% Hasta: 5%	Desde: 0,125% Hasta: 5%	Desde: 0,125% Hasta: 4,875%	CER + 2%	CER + 2,25%
Primer Pago	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/5/2021	9/5/2021
Amortizacion	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Cuotas Amortización	13	10	22	28	5	10
Inicio Amortización	9/7/2024	9/1/2031	9/7/2027	9/1/2028	9/11/2024	9/5/2024
Vencimiento	9/7/2030	9/7/2035	9/1/2038	9/7/2041	9/11/2026	9/11/2028
Monto Máximo a Emitir (millones)	19.030	32.084	7.254	40.639	452.854	1.503.390

Hay que destacar que las presentaciones de adhesión son irrevocables y sólo podrán retirarse si el gobierno prorroga el período de aceptación por más de 30 días o si modifica el vencimiento, monto de capital, la tasa de interés de los nuevos títulos, el coeficiente de canje, y el método o alcance de la limitación a la emisión de nuevos títulos.

Opciones Disponibles

Al igual que sucede con el canje para los bonos emitidos bajo ley extranjera, en el proyecto de ley se establece que los bonos a ser reestructurados pueden ser canjeados por algunas de las siguientes opciones disponibles.

Hay que tener en cuenta que los bonos Discount contemplan al DICA y al DIA0, mientras que los bonos PAR contemplan al PARA y al PAA0. Ambos tienen las mismas características pero fueron emitidos en momentos distintos.

Bonos en Dólares					Bonos en Pesos		
	USD 2030	USD 2035	USD 2038	USD 2041		BONCER 2026	BONCER 2028
LETES	✓	✓	✗	✓	LETES	✓	✓
AY20	✓	✓	✗	✓	AY20	✓	✓
AO20	✓	✓	✗	✓	AO20	✓	✓
AD22	✓	✓	✗	✓	AD22	✓	✓
AG23D	✓	✓	✗	✓	AG23D	✓	✓
AY24	✓	✓	✗	✓	AY24	✓	✓
AA25	✗	✓	✗	✓	V04D9	✓	✗
AD25	✗	✓	✗	✓	V05N9	✓	✗
AD27	✗	✓	✗	✓	AF20	✓	✗
AA37	✗	✓	✗	✓	TV21	✓	✗
DICA	✗	✗	✓	✓			
PARA	✗	✗	✗	✓			

La información contenida en el presente informe ha sido elaborada por Rava Bursátil S.A.. El mismo es proporcionado sólo con fines informativos, a pesar de que se efectuó con el debido cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Asimismo, este informe no constituye oferta, sugerencia, ni recomendación para vender o comprar acciones o títulos valores. Su objeto es ilustrar y servir de elemento comparativo a los inversores sobre la evolución de los mercados. Rava Bursátil S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales que provoquen decisiones basadas en dichos informes.

Valuación

Como aún no se puede conocer el resultado del canje, por lo tanto, para poder calcular los valores a los cuales cotizarán los bonos hay que evaluarlos en distintos escenarios. Esto significa que aún no se puede conocer qué tasa le exigirán los inversores al estado argentino, lo que determinará el precio de los instrumentos en el mercado.

En este caso, el escenario optimista es el que descuenta los títulos a una tasa del 8% y por lo tanto se ven los valores más altos. Por otro lado, el escenario del 12% representa uno más negativo y, por lo tanto, los valores de los bonos se ven más castigados.

El VPN (valor presente neto) es un valor teórico al cual deberían cotizar los bonos cuando salgan al mercado y sirve para analizar qué recorrido podrían tener los títulos actuales que buscarán arbitrarse con los nuevos bonos a emitir. Por otro lado, hay que tener en cuenta que los flujos de fondos aún no son los definitivos, ya que en el proyecto de ley se establece que, si hay alguna modificación en la propuesta a los tenedores de bonos emitidos bajo ley extranjera, aplicaría también para esta propuesta de ley local.

	VPN						
Tasa de Descuento	Bono USD 2030	Bono USD 2035	Bono USD 2038	Bono USD 2041 100%	Bono USD 2041 97%	Boncer 2026	Boncer 2028
8%	60,46	61,84	69,68	62,67	60,79	5515,86	5298,00
10%	53,50	51,17	58,76	51,79	50,24	5042,11	4803,63
12%	47,51	42,66	49,97	43,30	42,00	4618,79	4367,88

Intereses Corridos

Una característica de la ley recientemente aprobada es que hay una etapa de aceptación temprana en donde a los bonistas se les reconocerá el interés devengado hasta septiembre del corriente año por los títulos que tengan en cartera y canjeen. Sin embargo, si los tenedores de bonos no entran en esta etapa y lo hacen luego, tendrán una especie de penalidad en los intereses corridos reconocidos. De esta manera, a los que entren después se les reconocerá sólo el interés devengado hasta principios de abril del 2020.

Hay que recordar que los intereses serán reconocidos a través de un bono con vencimiento en el 2029, que será emitido solamente con este propósito y no es elegible entre los bonos del listado, sino que todos recibirán el mismo bono en concepto de intereses corridos en vez de una compensación monetaria.

La información contenida en el presente informe ha sido elaborada por Rava Bursátil S.A.. El mismo es proporcionado sólo con fines informativos, a pesar de que se efectuó con el debido cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Asimismo, este informe no constituye oferta, sugerencia, ni recomendación para vender o comprar acciones o títulos valores. Su objeto es ilustrar y servir de elemento comparativo a los inversores sobre la evolución de los mercados. Rava Bursátil S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales que provoquen decisiones basadas en dichos informes.

Intereses Corridos Bonos en Dólares			Intereses Corridos Bonos en Pesos		
Titulos Elegibles	Al 06-04-20	Al 04-9-20	Titulos Elegibles	Al 06-04-20	Al 04-9-20
AY20	2,82222	6,11111	TV21	49,27122	168,81378
AO20	3,95556	7,24445	AY20	205,16128	444,24714
AD22	2,06667	5,25278	AO20	287,54943	526,63529
AG23D	0,16944	0,58055	AD22	150,23658	381,85084
AY24	3,01818	6,01611	AG23D	12,31744	42,20308
AA25	2,68333	5,04722	AY24	219,40681	437,34083
AD25	2,1	5,3375			
AD27	2,1	5,3375			
AA37	3,55833	6,69305			
DICA	3,0957	7,86824			
PARA	0,0625	1,60417			

Conclusión

Luego de varios meses en los cuales la incertidumbre sobre cómo sería el proceso de reestructuración de la deuda argentina estuvo impregnada en las cotizaciones de los activos locales, se podría decir que el gobierno ha avanzado firmemente y que por más que aún la operación no esté cerrada hay buenas perspectivas. Tanto en el plano internacional como en el local, se espera una adhesión suficiente para que se activen las Cláusulas de Acción Colectiva y se logre evitar los holdouts.

Desde el gobierno fueron consistentes con su discurso. Por un lado, la reestructuración de la deuda emitida bajo ley local estuvo subordinada a lo que sucedía con el mismo proceso para bonos emitidos bajo ley extranjera. Si bien los procesos son similares, pero no iguales, primero se negoció fuertemente con los acreedores extranjeros y, luego de que este frente pasó a estar relativamente calmando, se avanzó con la ley local. Por otro lado, el discurso que se usó para modelar las expectativas de que ambas legislaciones tendrían el mismo trato fue respetado de manera estricta.

Los inversores ahora cuentan con todas las características operativas del proceso. Sin embargo, lo que más importaba eran las características financieras de la oferta, ya establecidas y en conocimiento de que las modificaciones en la oferta a los bonos emitidos bajo ley extranjera aplicarían para los emitidos bajo ley local. Hay que tener en cuenta que por más que se haya avanzado desde lo formal, es un paso muy importante dado que permite dilucidar lo poco que falta para finalizar con toda esta situación que tanto le pesó al país en el último tiempo.

La información contenida en el presente informe ha sido elaborada por Rava Bursátil S.A.. El mismo es proporcionado sólo con fines informativos, a pesar de que se efectuó con el debido cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Asimismo, este informe no constituye oferta, sugerencia, ni recomendación para vender o comprar acciones o títulos valores. Su objeto es ilustrar y servir de elemento comparativo a los inversores sobre la evolución de los mercados. Rava Bursátil S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales que provoquen decisiones basadas en dichos informes.

El resultado del canje no se sabrá hasta que este finalice, pero el mercado espera una buena aceptación, ya que, si los acreedores con más peso de negociación cerraron un acuerdo, la lógica indica que no debería haber problemas para el mismo proceso a nivel local. Es por esto que no se esperan noticias significativas que puedan impactar fuertemente en el precio de los bonos durante estos días. Las variaciones en el valor de los títulos públicos tienen que ver con los vaivenes normales del mercado.

Lo que queda como incógnita es la tasa que exigen los inversores a los nuevos títulos. Si bien en el último tiempo hubo cierto positivismo en el ambiente y se hablaba de tasas relativamente bajas, aunque superiores al promedio de la región, no hay que olvidar que el país enfrenta desafíos fuertes en lo que respecta a la moneda, inflación, gasto y actividad económica, lo que podría llegar a presionar las tasas al alza debido a que todo esto influye en la capacidad de repago.

Sin embargo, hay que destacar el trabajo realizado y no perder de vista que el país se encuentra reestructurando su deuda en un momento muy particular de la historia. La decisión de avanzar en este frente fue clave para que el gobierno pueda volver a enfocarse en otros temas de igual importancia para salir de la crisis general que transitamos.

NUESTRO EQUIPO

Joaquin Candia | Analista | jcandia@rava.com

Ariel Guzmán | Analista | aguzman@rava.com

Soledad López | Responsable de Desarrollo | slopez@rava.com

La información contenida en el presente informe ha sido elaborada por Rava Bursátil S.A.. El mismo es proporcionado sólo con fines informativos, a pesar de que se efectuó con el debido cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Asimismo, este informe no constituye oferta, sugerencia, ni recomendación para vender o comprar acciones o títulos valores. Su objeto es ilustrar y servir de elemento comparativo a los inversores sobre la evolución de los mercados. Rava Bursátil S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales que provoquen decisiones basadas en dichos informes.