



# REESTRUCTURACIÓN DE LOS TÍTULOS EN DÓLARES CON LEY ARGENTINA

Director General  
Marcos Makón

Director de Análisis y Sostenibilidad de la Deuda Pública  
Mariano Ortiz Villafañe

Analistas  
Florencia Calligaro – Eugenia Carrasco – Federico Cuba

21 DE JULIO DE 2020

El jueves 16 de julio el Poder Ejecutivo envió al Congreso un [proyecto de ley](#) para la reestructuración de los títulos denominados en dólares emitidos bajo legislación argentina. En términos generales, la operación propuesta tiene condiciones similares a la última oferta para reestructurar los bonos bajo ley extranjera que se presentó a principios de mes<sup>1</sup>. En particular, mantiene la estructura financiera de los nuevos títulos a emitirse y el reconocimiento de intereses corridos mediante la entrega de bonos, con un mecanismo de incentivo para favorecer la aceptación temprana de la oferta. Como principal novedad, se incorpora para algunos títulos elegibles la alternativa de canje por bonos ajustables por inflación (CER<sup>2</sup>). Para los títulos en dólares pagaderos en pesos (USD linked), la única alternativa es el canje por bonos con CER.

## UNIVERSO DE TÍTULOS ALCANZADOS

La oferta de canje alcanza a un conjunto de títulos públicos denominados en dólares emitidos bajo legislación argentina, que tienen un monto en circulación total de USD41.717 millones, equivalentes a 12,9% de la deuda total y a 12,5% del PBI (Cuadro 1). Aproximadamente USD14.700 millones (35%) están en manos de tenedores privados, mientras que el resto está en cartera de distintos organismos públicos (BCRA, FGS, Banco Nación, entre otros). Si bien todos están denominados en dólares, algunos se pagan en dólares y otros en pesos al tipo de cambio oficial (USD linked).

Cabe destacar que, según lo dispuesto por el [DNU 346/2020](#) del 5 de abril, los pagos de intereses y amortizaciones de los títulos elegibles para la operación se encuentran actualmente diferidos al 31 de diciembre de 2020, fecha en la que vencen USD12.000 millones. Hasta 2024, los títulos elegibles acumulan vencimientos por USD32.500 millones (Gráfico 1).

El proyecto deja afuera de la reestructuración una serie de títulos en dólares con ley argentina de características particulares, que también habían sido excluidos del diferimiento del DNU 346/2020, con un monto en circulación total de USD63.526 millones. Se trata de instrumentos sin mercado secundario, colocados mediante suscripción directa para atender situaciones específicas: Letras del Tesoro intransferibles y otras colocadas al BCRA, letras colocadas por suscripción directa al FGS y otros organismos públicos, Bonos de los Programas Gas Natural, letras colocadas a la provincia de Mendoza y letras en garantía.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Para una descripción de la última propuesta argentina para reestructurar los bonos con legislación extranjera ver nuestro [informe](#).

<sup>2</sup> El Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) es un índice diario publicado por el Banco Central que refleja la evolución de la inflación minorista en base a la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) elaborado por el INDEC.

<sup>3</sup> Ver Anexo I para el detalle de los títulos no incluidos.

**CUADRO 1**  
**TÍTULOS ELEGIBLES**

Títulos	Tasa de cupón	Stock vigente millones de USD
BONAR 2020 (AY20)	8%	2.120
BONAR 2020 (AO20)	8%	2.948
BONAR 2022 (AD22)	7,75%	4.498
BONAR 2023 (Blanqueo)	1%	695
BONAR 2024 (AY24)	8,75%	6.634
BONAR 2025 (AD25)	7,875%	4.510
BONAR 2025 (AA25)	5,75%	1.536
BONAR 2027 (AD27)	7,875%	4.690
BONAR 2037 (AA37)	7,625%	2.721
DISCOUNT USD (DICA)	8,28%	7.069
DISCOUNT USD (DIAO)	8,28%	184
PAR USD (PARA)	3,75%*	1.230
PAR USD (PAAO)	3,75%*	71
Subtotal Bonos USD		38.907
LETES (U30G9)	Descuento	106
LETES (U13S9)	Descuento	148
LETES (U27S9)	Descuento	501
LETES (U11O9)	Descuento	304
LETES (U25O9)	Descuento	236
LETES (U15N9)	Descuento	374
LETES (U29N9)	Descuento	295
LETES (U20D9)	Descuento	145
LETES (U17EO)	Descuento	108
LETES (U31EO)	Descuento	208
LETES (U14FO)	Descuento	19
LETES (U28FO)	Descuento	282
Subtotal Letes USD		2.726
BONAR DUAL 2020 (AF20)	4,5%	73
BONAD 2021 (TV21)	4%	8
LELINK (VO5N9)	4,25%	1
LELINK (VO4D9)	4,25%	2
Subtotal Títulos USD Linked		84
Total		41.717

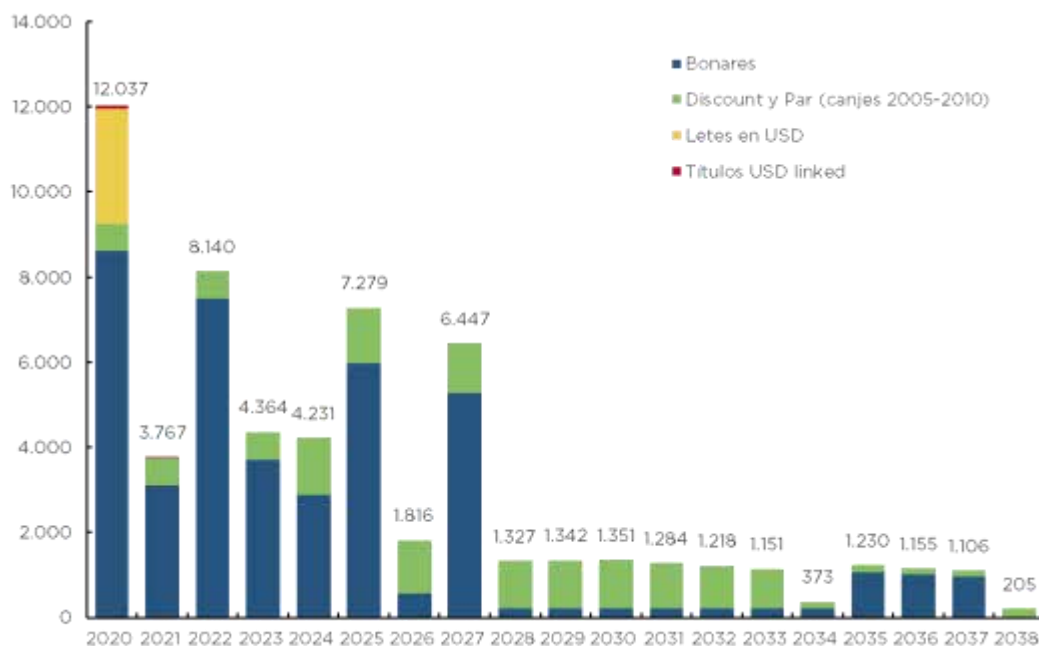
\* A partir de marzo de 2029, la tasa de los bonos Par aumenta a 5,25%.

FUENTE: OPC.

GRÁFICO 1

PERFIL DE VECIMIENTOS ACTUAL DE LOS TÍTULOS ELEGIBLES

INLCUYE AMORTIZACIÓN E INTERÉS; EN MILLONES DE USD



FUENTE: OPC.

DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA

Para los títulos elegibles pagaderos en dólares (Letes, Bonares, Discount y Par), se ofrece a cambio un menú de cuatro nuevos títulos en la misma moneda con vencimiento en 2030, 2035, 2038 y 2041, con la misma estructura financiera ofrecida en el canje de deuda bajo legislación extranjera<sup>4</sup>. Para las Letes y Bonares hay una quita nominal de 3%, mientras que los Discount y Par se canjean sin quita.

Adicionalmente, los tenedores de títulos elegibles con vencimiento hasta 2024 tienen la opción de canjear sus tenencias por nuevos bonos en pesos ajustables por inflación (BONCER), con vencimiento en 2026 y 2028. La opción de canje por BONCER no tiene quita nominal pero se realiza a un tipo de cambio implícito predeterminado (\$70,815 por USD), sin ninguna actualización prevista a la fecha de liquidación de la operación.

Por su parte, tenedores de instrumentos elegibles USD linked (bonos AF20, TV21 y Lelink) solamente tienen la opción de canjear sus tenencias por BONCER 2026 (Cuadro 2).

Los nuevos bonos comienzan a devengar intereses desde su fecha de emisión (4/9/2020). Para los bonos en dólares el primer cupón es anual, con

<sup>4</sup> La propuesta no incluye la opción del bono con vencimiento en 2046 que está incluido en la oferta para los títulos con legislación extranjera.

lo cual el primer pago está previsto para septiembre de 2021, y a partir de entonces pagan intereses semestralmente en marzo y septiembre. Los nuevos BONCER pagan intereses semestrales en mayo y noviembre, con el primer pago en mayo de 2021.

El proyecto prevé el reconocimiento de los intereses corridos de los bonos elegibles mediante la entrega de títulos<sup>5</sup>:

- a los que canjeen sus tenencias por bonos en dólares se les pagan los intereses corridos con un nuevo título en dólares con vencimiento en 2030 y cupón de 1%;
- a los que reciben BONCER, en cambio, se les entrega por los intereses corridos un monto adicional del mismo BONCER.

Al igual que para el canje de bonos con ley extranjera, se establece como incentivo para participar un tratamiento diferencial para los acreedores que ingresen al canje durante el Período de Aceptación Temprana (con fecha límite aún por definirse), reconociéndole los intereses corridos desde la última fecha de pago hasta el 4 de septiembre de 2020. Aquellos que ingresen con posterioridad sólo se les reconocerán hasta el 6 de abril de 2020.

Los límites máximos de emisión para cada nuevo bono no imponen ninguna restricción a la elección de los bonistas. Es decir, cada acreedor podrá optar por el nuevo bono que desee dentro del menú correspondiente sin riesgo de que le asignen otro título por orden de prioridad.

Los términos de la propuesta incorporan una cláusula de tipo RUFO (*Rights Upon Future Offers*), que establece que los tenedores de los bonos nuevos se beneficiarán de cualquier eventual mejor oferta que se haga dentro de los próximos cinco años a los títulos elegibles de esta operación o del canje de bonos con legislación extranjera.

Teniendo en cuenta la variabilidad de los tiempos del trámite legislativo, el proyecto deja pendiente la definición la fecha límite del Plazo de Aceptación Temprana de la Oferta y, por consiguiente, la fecha de liquidación de la operación. Asimismo, establece que el Poder Ejecutivo debe presentar al Congreso un informe con los resultados de la operación dentro de los 90 días de la fecha de liquidación.

A diferencia de lo que sucede con la reestructuración de los bonos con legislación extranjera, para efectivizar esta operación no se requiere alcanzar ningún tipo de mayorías de acreedores ni umbrales mínimos de aceptación. El proyecto establece que el canje permanecerá abierto indefinidamente. Para los tenedores que opten por no participar de la operación se extiende

<sup>5</sup> De acuerdo al Anexo II del proyecto, no se reconocen intereses corridos para las Letes en USD (emitidas a descuento), el bono DUAL (AF20, con vencimiento original en febrero 2020) ni las Lelink (con vencimientos originales en noviembre y diciembre de 2019). En cambio, el AY20 (con vencimiento original en mayo 2020) se beneficia de un reconocimiento de intereses hasta septiembre.

el diferimiento de los pagos de servicios de intereses y amortizaciones hasta el 31 de diciembre de 2021. En este punto, cabe señalar que el mensaje de elevación del proyecto remite a jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN) que valida la facultad del Estado de suspender o reestructurar unilateralmente los pagos de la deuda pública en situaciones de crisis.<sup>6</sup>

**CUADRO 2**  
**DESCRIPCIÓN DE LOS NUEVOS BONOS OFRECIDOS**

Bono	Bonos elegibles	Cupones			Amortización	Monto máx. a emitir en millones
		Frecuencia	Tasa ( <i>step up</i> )	Primer pago		
USDI 2030	BONAR USD DISCOUNT PAR	Semestral	1%	04/09/2021	8 cuotas semestrales (2027-2030)	USD 2.325
USD 2030	LETES BONAR 2020-2024	Semestral	Inicial: 0,125% Máxima: 1,75%	04/09/2021	12 cuotas semestrales (2025-2030)	USD 22.609
USD 2035	LETES BONAR USD	Semestral	Inicial: 0,125% Máxima: 5%	04/09/2021	10 cuotas semestrales (2031-2035)	USD 35.663
USD 2038	DISCOUNT	Semestral	Inicial: 0,125% Máxima: 5%	04/09/2021	22 cuotas semestrales (2028-2038)	USD 7.254
USD 2041	LETES BONAR USD DISCOUNT PAR	Semestral	Inicial: 0,125% Máxima: 4,875%	04/09/2021	28 cuotas semestrales (2028-2041)	USD 44.217
BONCER 2026	LETES BONAR 2020-24 LELINK BONAR USD LINKED	Semestral	CER + 2%	04/05/2021	4 cuotas semestrales (2025-2026)	\$ 578.975
BONCER 2028	LETES BONAR 2020-2024	Semestral	CER + 2,5%	04/05/2021	8 cuotas semestrales (2025-2028)	\$ 1.727.129

FUENTE: OPC.

Considerando los bonos elegibles pagaderos en dólares, el cupón promedio se ubica actualmente en 6,7% para el periodo 2021-2038. Con los nuevos instrumentos en dólares (excluyendo el bono por intereses corridos), el cupón promedio de la deuda se reduce a 3,7%, con una estructura creciente en el tiempo (Gráfico 2).

<sup>6</sup> Ver fallos CSJN: “Brunicardi, 1996” ([Fallos 319:2886](#)), “Galli, 2005” ([Fallos 328:690](#)) y “Rabolini, 2010” ([Fallos 333:855](#)).

GRÁFICO 2  
CUPÓN DE INTERESES PROMEDIO  
BONOS PAGADEROS EN USD



Nota: No incluye bono USD 2030 por intereses devengados

FUENTE: OPC.

## VALUACIÓN DE LA OFERTA

Asumiendo un *exit yield*<sup>7</sup> de 11%, la oferta de nuevos bonos en dólares tiene un valor estimado al 4 de septiembre de USD48 por cada USD100 de valor residual (VR) para los bonos Par, USD55,9 para los Discount, y entre USD49 y USD52,7 para los Bonares y Letes (Cuadro 3). La valuación incluye, en caso de corresponder, el diferencial de reconocimiento de intereses corridos que recibirían solo los bonistas que adhieran a la operación en el Período de Aceptación Temprana, que tiene un valor estimado promedio de USD1,2.

Al analizar la sensibilidad de la valuación frente a la tasa de descuento utilizada, se observa que para cualquier *exit yield* igual o mayor a 10% los bonos más cortos constituyen la mejor opción de canje. Como se mencionó, dados los montos máximos de emisión establecidos en el proyecto, no existe el riesgo de recibir un bono de mayor plazo al elegido.

<sup>7</sup> En una operación de reestructuración, el *exit yield* representa la expectativa del rendimiento que tendrán los activos involucrados una vez concluida la operación. Se utiliza como tasa de descuento para determinar el valor presente de los nuevos títulos.

**CUADRO 3**

**VALUACIÓN DE LA PROPUESTA DE CANJE: OPCIÓN DE TÍTULOS EN USD**

VALOR PRESENTE EN USD POR CADA USD100 DE VALOR RESIDUAL ELEGIBLE

Títulos elegibles	Exit yield (USD)						
	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
LETES	61,8	56,2	52,4	49,2	46,3	43,6	41,1
BONAR 2020 (AO20)	66,1	60,2	56,1	52,7	49,6	46,6	43,9
BONAR 2020 (AY20)	65,4	59,5	55,5	52,1	49,0	46,2	43,5
BONAR 2022 (AD22)	64,9	59,1	55,1	51,7	48,7	45,8	43,1
BONAR 2023 (Blanqueo)	62,2	56,5	52,7	49,5	46,6	43,8	41,3
BONAR 2024 (AY24)	66,1	60,1	56,1	52,7	49,5	46,6	43,9
BONAR 2025 (AD25)	65,0	59,1	53,9	49,2	45,0	41,2	37,9
BONAR 2025 (AA25)	64,8	58,9	53,7	49,0	44,9	41,1	37,7
BONAR 2027 (AD27)	65,0	59,1	53,9	49,2	45,0	41,2	37,9
BONAR 2037 (AA37)	65,8	59,8	54,6	49,8	45,6	41,8	38,4
DISCOUNT USD	72,4	66,2	60,8	55,9	51,5	47,5	44,0
PAR USD	63,6	57,7	52,6	48,0	43,9	40,3	37,1

FUENTE: OPC.

Con respecto a la variante de canje por BONCER, asumiendo un *exit yield* de 9% (tasa de \$ + CER), la oferta tiene un valor estimado de entre \$5.043 y \$5.352 por cada USD100 de VR de bono elegible, incluyendo los intereses corridos de los tenedores que acepten el canje tempranamente, \$130 en promedio (Cuadro 4).

**CUADRO 4**

**VALUACIÓN DE LA PROPUESTA DE CANJE: OPCIÓN DE TÍTULOS EN \$**

VALOR PRESENTE EN \$ POR CADA USD100 DE VALOR RESIDUAL ELEGIBLE

Títulos elegibles	Exit yield (\$+CER)						
	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
BONAR 2020 (AO20)	5.668,3	5.408,7	5.163,8	4.932,5	4.714,1	4.507,6	4.312,4
BONAR 2020 (AY20)	5.608,4	5.351,6	5.109,2	4.880,4	4.664,3	4.460,0	4.266,8
BONAD 2021 (TV21)	5.408,2	5.160,5	4.926,8	4.706,2	4.497,7	4.300,7	4.114,4
BONAR 2022 (AD22)	5.563,1	5.308,3	5.067,9	4.840,9	4.626,5	4.423,9	4.232,3
BONAR 2023 (Blanqueo)	5.316,1	5.072,7	4.842,9	4.626,1	4.421,2	4.227,5	4.044,4
BONAR 2024 (AY24)	5.667,0	5.407,4	5.162,6	4.931,4	4.713,0	4.506,5	4.311,3
DUAL 2020 (AF20)	5.285,4	5.043,4	4.815,0	4.599,3	4.395,7	4.203,1	4.021,1
LELINK (VO5N9 y VO4D9)	5.285,4	5.043,4	4.815,0	4.599,3	4.395,7	4.203,1	4.021,1
LETES	5.285,4	5.043,4	4.815,0	4.599,3	4.395,7	4.203,1	4.021,1

FUENTE: OPC.

**PERFIL DE VENCIMIENTOS**

Bajo el supuesto de que se canjean todos los títulos elegibles, los nuevos bonos generarían pagos de amortizaciones e intereses acumulados por aproximadamente USD2.200 millones en el período 2020-2024 y USD32.500 millones en 2020-2030. Comparando con el perfil de



vencimientos actual, implica una reducción de los servicios de deuda cercana a USD30.400 millones y USD19.600 millones, respectivamente.

Por otro lado, si además de la operación prevista en el proyecto de ley consideramos la reestructuración de los bonos con legislación extranjera en los términos de la última oferta argentina anunciada el pasado 5 de julio, las obligaciones de pago disminuirían aproximadamente USD57.500 millones en el período 2020-2024 y USD49.800 millones en 2020-2030 (Cuadro 5 y Gráfico 3).

**CUADRO 5**

**PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA REESTRUCTURACIÓN**

EN MILLONES DE USD, INCLUYE RECONOCIMIENTO DE INTERESES CORRIDOS AL 4/9/2020

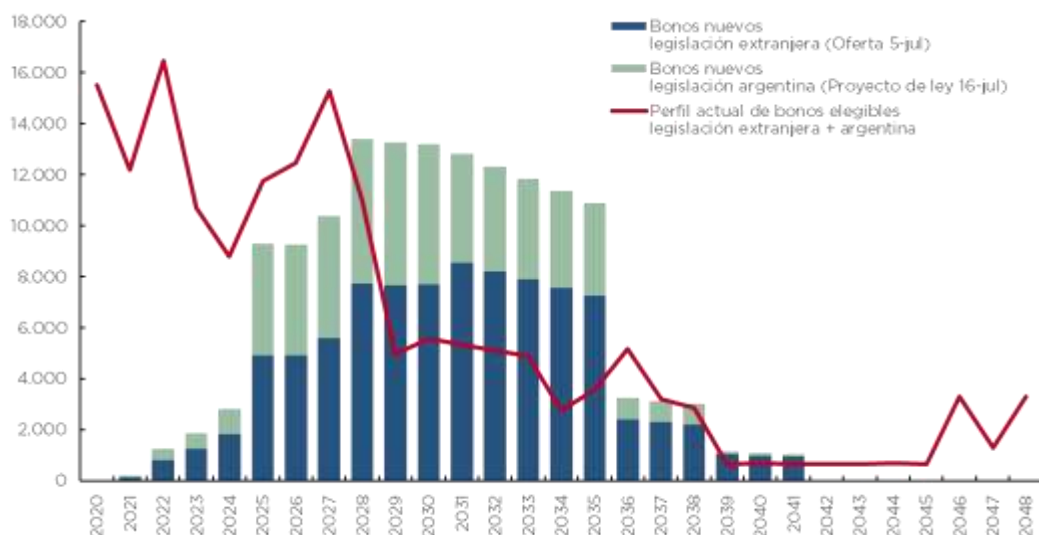
	2020-2024	2020-2030	Perfil total (2020-2117)		
	Servicios totales	Servicios totales	Principal	Intereses	Servicios totales
<b>Perfil actual de los títulos elegibles (I)</b>	<b>63.664</b>	<b>124.642</b>	<b>108.034</b>	<b>78.173</b>	<b>186.207</b>
Legislación extranjera	31.127	72.541	66.316	60.068	126.385
<b>Legislación argentina</b>	<b>32.538</b>	<b>52.101</b>	<b>41.717</b>	<b>18.105</b>	<b>59.822</b>
<b>Nuevo perfil con últimas propuestas oficiales (II)</b>	<b>6.116</b>	<b>74.886</b>	<b>110.885</b>	<b>35.814</b>	<b>146.699</b>
Legislación extranjera (Oferta del 5-jul)	3.959	42.405	67.866	23.798	91.664
<b>Legislación argentina (Proyecto de Ley del 16-jul)</b>	<b>2.158</b>	<b>32.481</b>	<b>43.018</b>	<b>12.017</b>	<b>55.035</b>
<b>Diferencias (I - II)</b>	<b>57.548</b>	<b>49.756</b>	<b>-2.851</b>	<b>42.359</b>	<b>39.508</b>
Legislación extranjera	27.168	30.136	-1.550	36.271	34.721
<b>Legislación argentina</b>	<b>30.380</b>	<b>19.620</b>	<b>-1.301</b>	<b>6.088</b>	<b>4.787</b>

FUENTE: OPC.

**GRÁFICO 3**

**PERFIL DE VENCIMIENTOS**

INCLUYE AMORTIZACIÓN E INTERESES; EN MILLONES DE USD



Nota: el monto acumulado de vencimientos del perfil actual incluye para el período 2049-2117 servicios correspondientes al bono BIRAD 2117 (Century), por USD13.422 millones de intereses y USD2.750 millones de amortización.

FUENTE: OPC.

## ANEXO I

### TÍTULOS EN DÓLARES CON LEGISLACIÓN ARGENTINA NO INCLUIDOS EN EL PROYECTO

EN MILLONES DE USD

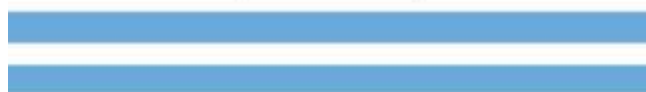
OPC

REESTRUCTURACIÓN  
DE LOS TÍTULOS EN  
DÓLARES CON LEY  
ARGENTINA

P. 9

Títulos	Stock vigente
Bonos Plan Gas	634
<b>Subtotal Bonos USD linked</b>	<b>634</b>
Letra BCRA FDA 2021	7.504
Letra BCRA FOI 2021	2.121
Letra BCRA FDA 2022	5.674
Letra BCRA FOI 2022	2.084
Letra BCRA FOI 2023	2.292
Letra BCRA FDA 2023	7.133
Letra BCRA FDA 2024	7.897
Letra BCRA FOI 2024	3.043
Letra BCRA FDA 2025	10.563
Letra BCRA 2026	376
Letra BCRA 2029	4.571
Letra BCRA 2030	64
<b>Subtotal Letras BCRA</b>	<b>53.321</b>
Letra USD FGS 12-03-2021	207
Letra USD FGS 01-04-2021	59
Letra USD FGS 14-10-2020	691
Letra USD intra-sector público	91
<b>Subtotal Letras Intra-Sector Público</b>	<b>1.048</b>
Letra CMEA (Res. Conj. 17/2018)	168
Letra USD Mendoza (Res.Conj. 57/2019)	986
Letras en Garantía (FODER)	7.368
<b>Subtotal Otras Letras en USD</b>	<b>8.523</b>
<b>Total Títulos en USD con legislación argentina no incluidos en el proyecto</b>	<b>63.526</b>

FUENTE: OPC.



# OPC

OFICINA DE PRESUPUESTO  
DEL CONGRESO

HIPÓLITO YRIGOYEN 1628, PISO 10 (C1089AAF) CABA, ARGENTINA.  
T. 5411 4381 0682 / CONTACTO@OPC.GOB.AR

[www.opc.gob.ar](http://www.opc.gob.ar)