

22 de julio de 2016

Los Bonos del Sinceramiento

Hace algunas semanas sintetizamos el proyecto de ley enviado al Congreso ([ver acá](#)). El mismo ya fue aprobado por las dos Cámaras del Poder Legislativo, con una sustancial modificación al proyecto original. Los bienes declarados deberán ser preexistentes a la fecha de promulgación (ayer) de la presente ley en el caso de personas físicas. Cabe recordar que el proyecto original establecía que los bienes debían ser preexistentes al 1º de enero de 2016. Para las personas jurídicas, los bienes deberán ser preexistentes a la fecha de cierre de último balance anterior al 1º de enero de 2016. Todavía resta la reglamentación, con lo cual no vale la pena adelantarse.

En esta ocasión discutiremos las alternativas que contempla la ley en el Art. 42. El mismo establece que no deberán abonar el impuesto del 10% los fondos que se afecten a:

1- Un bono denominado en dólares a tres años a adquirirse hasta el 30 de septiembre de 2016, inclusive, intransferible y no negociable con un cupón de interés de cero por ciento (0%).

2- Un bono denominado en dólares a siete años a adquirirse hasta el 31 de diciembre de 2016, inclusive, intransferible y no negociable durante los primeros cuatro (4) años de su vigencia. El bono tendrá un cupón de interés de uno por ciento (1%). La adquisición en forma originaria del presente bono exceptuará del impuesto especial un monto equivalente a tres veces el monto suscripto.

Veamos en que difieren en términos financieros estas alternativas, utilizando como ejemplo un monto de U\$300.000 a blanquear y una inversión en AY24 con un horizonte de 4 años. Vale remarcar que todavía falta la reglamentación de la Secretaría de Finanzas, donde se detallarán las condiciones de emisión de los nuevos títulos.

Opción 1: Pago el 10%

Sobre un monto a blanquear de U\$300.000, U\$30.000 se destinarían a pagar el impuesto especial y U\$270.000 a la compra de AY24. El bono cotizaba el jueves en torno a U\$117 con un rendimiento implícito del 5,40%. Para facilitar el ejercicio supongamos que dentro de 4 años el bono tiene el mismo rendimiento implícito del

5,33%, lo que implicaría un precio de U\$72,5 dado que en el camino amortizará capital y que cuando más nos acercamos a vencimiento convergerá a la par.

Con lo cual, hoy tengo U\$300.000, de los cuales el 90% de ese capital me alcanza para comprar 230.769 nominales. Suponiendo que reinvierto los cupones y al plazo de 4 años vendemos el título, este sería el flujo/rendimiento de la operación:

Fecha Pago	Flujos	Acumulados
21/07/2016	\$ -300.000	
07/11/2016	\$ 10.096	\$ 10.096
07/05/2017	\$ 10.096	\$ 20.192
07/11/2017	\$ 10.096	\$ 30.288
07/05/2018	\$ 10.096	\$ 40.385
07/11/2018	\$ 10.096	\$ 50.481
07/05/2019	\$ 48.542	\$ 99.023
07/11/2019	\$ 8.414	\$ 107.437
07/05/2020	\$ 46.860	\$ 154.297
21/07/2020	\$ 167.308	\$ 321.605
Rendimiento		2,1%

En resumen, pagar el 10% y comprar AY24 con el resto se traduce en un rendimiento del 2% anual considerando un horizonte de 4 años y que las tasas (el riesgo país) se quedan como están. En criollo, el impuesto del 10% me reduce la TIR en 300 puntos aproximadamente. Suponiendo que no reinvierto los fondos, con los U\$300.000 de hoy llegaría al cabo de 4 años a U\$321.605.

Opción 2: Bono a 3 años.

Destinar los U\$300.000 al bono a 3 años me permitiría esquivar el impuesto a costa de perder la tasa e inmovilizar los fondos por el plazo del título. Para consistente con el ejercicio anterior, supongamos que al finalizar tercer año compraremos con los U\$300.000 que se liberan unos AY24 y al año lo vendemos, también considerando que los rendimientos se mantienen constantes.

Fecha Pago	Flujos	Acumulados
21/07/2016	\$ -300.000	
21/07/2019	\$ 300.000	
21/07/2019	\$ -300.000	
07/11/2019	\$ 11.886	\$ 11.886
07/05/2020	\$ 66.194	\$ 78.079
21/07/2020	\$ 236.334	\$ 314.414
Rendimiento		1,2%

Exteriorizar con el bono a 3 años y luego invertir por un año los U\$300.000 (solamente a los fines de poder comparar con la opción anterior) se traduce en un rendimiento del 1,2% anual considerando un horizonte de 4 años. Suponiendo que no reinvierto los fondos, con los U\$300.000 de hoy llegaría al cabo de 4 años a U\$314.414.

La opción 1 parece más conveniente que la opción 2, me da un mayor rendimiento y no me obliga a inmovilizar los fondos.

Opción 3: El bonos 3x1.

La tercera alternativa sería suscribir el bono a 7 años al 1% por U\$100.000 y con el resto comprar AY24. De esta manera, evitaría pagar el impuesto por el total a blanquear. Para seguir con nuestro ejercicio, suponemos que en el año 4 vendemos todo. Recordemos que el bono 3x1 tiene un plazo de 7 años pero recién en el año 4 puedo venderlo libremente. Para los precios de venta de ambos títulos también suponemos que el riesgo país se mantiene constante. Vale remarcar que dentro de 4 años el bono con cupón del 1% debería cotizar bajo la par considerando el riesgo país actual.

financieramente casi equivalentes, la última opción quizás me brinde apenas algo más de rendimiento pero me obliga a inmovilizar un tercio del capital por nada menos que 4 años. El factor inmovilización creo que es el más importante.

La opción 2 solamente parece provechosa en términos psicológicos, ya que “evito” el impuesto. Pero financieramente no parece muy ventajosa y me obliga a congelar el 100% de los fondos por 3 años.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe

Fecha Pago	Flujos AY24	Flujos Bono 3x1	Flujo total	Acumulados
21/07/2016	\$ -200.000	\$ -100.000	\$ -300.000	
07/11/2016	\$ 7.479	\$ 500	\$ 7.979	\$ 7.979
07/05/2017	\$ 7.479	\$ 500	\$ 7.979	\$ 15.957
07/11/2017	\$ 7.479	\$ 500	\$ 7.979	\$ 23.936
07/05/2018	\$ 7.479	\$ 500	\$ 7.979	\$ 31.915
07/11/2018	\$ 7.479	\$ 500	\$ 7.979	\$ 39.893
07/05/2019	\$ 35.957	\$ 500	\$ 36.457	\$ 76.350
07/11/2019	\$ 6.233	\$ 500	\$ 6.733	\$ 83.083
07/05/2020	\$ 34.711	\$ 500	\$ 35.211	\$ 118.294
21/07/2020	\$ 123.932	\$ 89.000	\$ 212.932	\$ 331.226
Rendimiento				2,9%

La opción del bono 3x1, combinada con AY24, se traduce en un rendimiento del 2,9% anual en un horizonte de 4 años. Suponiendo que no reinvierto los fondos, con los U\$300.000 de hoy llegaría al cabo de 4 años a U\$331.226.

Si bien en el ejercicio la opción 3 es la más conveniente financieramente, la diferencia con respecto a la primera opción es muy pequeña, más considerando que el ejemplo está lleno de supuestos. Las opciones 1 y 3 son