



ANÁLISIS DE LA PROPUESTA DE REESTRUCTURACIÓN DE BONOS BAJO LEGISLACIÓN EXTRANJERA

Director General
Marcos Makón

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

Analistas
Florencia Calligaro - Eugenia Carrasco - Federico Cuba

24 DE ABRIL DE 2020

ÍNDICE DE CONTENIDOS

Deuda a reestructurar	1
Nuevos bonos ofrecidos	3
Términos de la oferta	4
Escenario de aceptación de la oferta	7
Proceso de aprobación.....	12
La deuda en dólares con legislación argentina.....	14
Anexo: Cláusulas de acción colectiva (CACs)	15

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

CUADRO 1 UNIVERSO DE TÍTULOS ELEGIBLES	2
GRÁFICO 1 PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LOS TÍTULOS ELEGIBLES.....	3
CUADRO 2 DESCRIPCIÓN DE LOS NUEVOS BONOS OFRECIDOS EN EL CANJE	4
CUADRO 3 RELACIONES DE CANJE DE LA OFERTA	5
CUADRO 4 VALOR PRESENTE DE LA PROPUESTA DE CANJE.....	6
CUADRO 5 VALOR DE LA PROPUESTA FRENTE A LOS PRECIOS DE MERCADO	7
CUADRO 6 ESCENARIO DE ACEPTACIÓN BONOS EN DÓLARES	8
CUADRO 7 ESCENARIO DE ACEPTACIÓN BONOS EN EUROS	9
GRÁFICO 2 ESCENARIO DE ACEPTACIÓN EMISIÓN DE BONOS NUEVOS	9
GRÁFICO 3 ESCENARIO DE ACEPTACIÓN PERFIL DE VENCIMIENTOS.....	10
GRÁFICO 4 ESCENARIO DE ACEPTACIÓN PERFIL DE VENCIMIENTOS EN DÓLARES.....	11
GRÁFICO 5 ESCENARIO DE ACEPTACIÓN PERFIL DE VENCINMIENTOS EN EUROS.....	11
GRÁFICO 6 ESCENARIO DE ACEPTACIÓN CAMBIO EN EL PERFIL DE VENCIMIENTOS	12
GRÁFICO 7 PROPUESTA DE CANJE.....	13
GRÁFICO 8 PERFIL DE VENCIMIENTOS DE BONOS EN DÓLARES CON LEGISLACIÓN ARGENTINA.....	14
CUADRO A1 MAYORÍAS NECESARIAS PARA APROBAR MODIFICACIONES RELEVANTES	16

El Gobierno presentó su propuesta de reestructuración de los bonos emitidos bajo ley extranjera. El jueves 16 de abril se dieron a conocer los principales lineamientos de la oferta, complementados el viernes 17 con un comunicado de prensa que incluyó mayores detalles de los términos financieros de la operación. El miércoles 22 se dio a conocer formalmente la propuesta presentada ante el organismo regulador de los EEUU (*Securities Exchange Commission, SEC*), a la vez que fue aprobada mediante el Decreto 391/2020.

La propuesta de reestructuración abarca 21 series de bonos, emitidos bajo legislación de New York y del Reino Unido, y denominados en dólares, euros y francos suizos, que totalizan USD65.620 millones. La operación busca modificar el perfil de vencimientos de la deuda mediante un canje de los bonos elegibles por una combinación de nuevos títulos, con determinadas características:

- Período de gracia de 2,5 años, durante el cual no se pagan intereses ni amortizaciones.
- Disminución en la tasa de interés, que se incrementa desde niveles de 0,5% hasta máximos de 4,875%, dependiendo el bono.
- Extensión de los plazos de pago, con amortizaciones en cuotas que comienzan en 2026 y terminan en 2047, dependiendo el bono.
- Para cada bono elegible se ofrecen distintas alternativas de los nuevos bonos, algunas de las cuales implican quitas nominales de capital.

DEUDA A REESTRUCTURAR

La oferta de canje está destinada a los títulos públicos *performing* emitidos bajo legislación extranjera, a excepción de los bonos Par y Discount denominados en yenes y emitidos bajo ley japonesa¹. El monto en circulación del universo alcanzado (los “bonos elegibles”) asciende a USD65.620 millones², compuestos por:

¹ De acuerdo a los considerandos del Decreto 391/2020, se excluyeron los bonos denominados en yenes (cuyo monto en circulación suma USD259 millones) debido a que tienen condiciones financieras (tasa y plazo), que se juzgan en línea con los principios de sostenibilidad de la deuda.

² A los efectos del cálculo de las mayorías necesarias para modificar las condiciones de los bonos elegibles, el prospecto de la oferta menciona un monto en circulación ligeramente inferior (equivalente a USD64.650 millones), ya que utiliza una definición que no contempla las tenencias intra-sector público.

- Bonos Par y Discount, denominados en dólares y euros, emitidos tras los canjes de 2005 y 2010 bajo el *Indenture* 2005³, por un monto de USD24.258 millones.
- Bonos Globales, denominados en dólares, euros y francos suizos (BIRAD, BIRAE Y BIRAF, respectivamente), emitidos entre 2016 y 2018 bajo el *Indenture* 2016, que suman USD41.362 millones (Cuadro 1).

CUADRO 1

UNIVERSO DE TÍTULOS ELEGIBLES

MONTOS EN MILLONES DE USD

Bono	Moneda	Cupón	Stock vigente	Vencimientos totales (intereses y amortización)			
				2020	2021	2022	2023
PAR USD 2038	USD	3,75%*	5.394	101	202	202	202
PAR EUR 2038	EUR	3,38%*	7.028	119	238	238	238
DISCOUNT USD 2033	USD	8,280%	5.565	461	461	461	461
DISCOUNT EUR 2033	EUR	7,820%	6.271	490	490	490	490
Subtotal <i>Indenture</i> 2005			24.258	1.171	1.391	1.391	1.391
BIRAF 2020	CHF	3,375%	413	427	0	0	0
BIRAD 2021	USD	6,875%	4.500	309	4.655	0	0
BIRAE 2022	EUR	3,875%	1.357	0	53	1.410	0
BIRAD 2022	USD	5,625%	3.250	91	183	3.341	0
BIRAD 2023	USD	4,625%	1.750	40	81	81	1.790
BIRAE 2023	EUR	3,375%	1.086	0	37	37	1.122
BIRAD 2026	USD	7,500%	6.500	488	488	488	488
BIRAE 2027	EUR	5,000%	1.357	0	68	68	68
BIRAD 2027	USD	6,875%	3.750	129	258	258	258
BIRAD 2028 (ene)	USD	5,875%	4.250	125	250	250	250
BIRAE 2028	EUR	5,250%	1.086	0	57	57	57
BIRAD 2028 (jul)	USD	6,625%	1.000	33	66	66	66
BIRAD 2036	USD	7,125%	1.750	62	125	125	125
BIRAD 2046	USD	7,625%	2.750	210	210	210	210
BIRAE 2047	EUR	6,250%	814	51	51	51	51
BIRAD 2048	USD	6,875%	3.000	103	206	206	206
BIRAD 2117	USD	7,125%	2.750	196	196	196	196
Subtotal <i>Indenture</i> 2016			41.362	2.264	6.982	6.842	4.886
Total			65.620	3.435	8.373	8.233	6.277

* A partir 31/03/2029, la tasa de cupón de los bonos Par en dólares y en euros aumenta a 5,25% y 4,74%, respectivamente.

FUENTE: OPC, en base a Ministerio de Economía y estimaciones propias.

El uso de distintos *indentures* en ambos grupos (2005 y 2016) da lugar a diferencias en algunas cláusulas legales aplicables. En particular, difieren las cláusulas de acción colectiva (CACs), que permiten modificar las

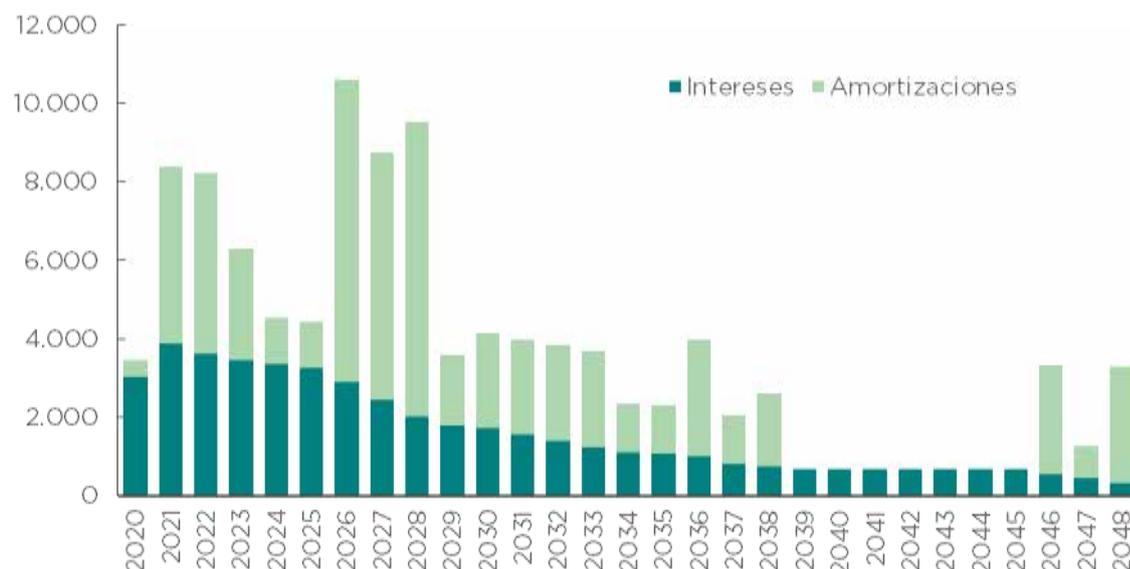
³ El *trust indenture* es un contrato de fideicomiso bajo legislación estadounidense, entre Argentina (como emisor de deuda) y el Bank of New York Mellon (como representante de los intereses de los acreedores), que establece derechos y obligaciones para ambas partes en relación con los títulos emitidos. En los prospectos de emisión de cada bono se establece el *indenture* aplicable.

condiciones contractuales de los títulos con el consentimiento de un porcentaje de los tenedores (ver *Procedimiento de Aprobación y Anexo*).

GRÁFICO 1

PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LOS TÍTULOS ELEGIBLES

EN MILLONES DE USD



Nota: entre 2049 y 2117, el BIRAD 2117 (*Century*) acumula vencimientos por un total de USD13.422 millones de intereses y USD2.750 millones de amortización.

FUENTE: OPC, en base a Ministerio de Economía y estimaciones propias.

NUEVOS BONOS OFRECIDOS

La propuesta incluye diez nuevos bonos (cinco denominados en dólares y cinco en euros), amortizables en cuotas anuales, con vencimiento en 2030, 2036, 2039, 2043, y 2047 (Cuadro 2). En todos los casos, el devengamiento de intereses comienza el 15 de noviembre de 2022, con el primer pago de cupón en 2023. La tasa de cupón es incremental (*step up*), partiendo de entre 0,5% y 0,6%, y subiendo progresivamente. La amortización del bono más corto comienza en 2026. Cuentan con una cláusula de rescate anticipado, que entre los bonos elegibles sólo está presente en el BIRAD 2117 (bono *Century*), por la cual el deudor puede rescatarlos en cualquier momento pagando el valor técnico (capital más intereses devengados). Para los bonos nuevos más cortos, con vencimiento en 2030 y 2036, se establecen cupos máximos (*caps*) sobre el monto nominal a emitir.

Los nuevos bonos se emiten bajo legislación de Nueva York, en el marco del *Indenture 2016*⁴. A excepción de aquellos con vencimiento en 2047, disponen de una cláusula “RUFO” (*Rights Upon Future Offers*) que les da a los acreedores, por un plazo de 5 años, el derecho a solicitar el mismo tratamiento frente a cualquier oferta que el Gobierno haga para recomprar o canjear para los bonos que pudieran quedar fuera de esta operación.

CUADRO 2

DESCRIPCIÓN DE LOS NUEVOS BONOS OFRECIDOS EN EL CANJE

Bono	Período de gracia	Cupones		Amortización	Monto máx. a emitir (en millones)	Quita de capital
		Frecuencia	Tasa (<i>step up</i>)			
USD 2030	2,5 años	Semestral	0,5% - 1% - 1,75%	5 cuotas anuales (2026-2030)	USD 11.400	12%
USD 2036	2,5 años	Semestral	0,5% - 1,5% - 2,75% - 3,875%	6 cuotas anuales (2031-2036)	USD 20.700	5%
USD 2039	2,5 años	Semestral	0,6% - 1,75% - 4% - 4,5%	11 cuotas anuales (2029-2039)	-	0%
USD 2043	2,5 años	Semestral	0,6% - 3% - 3,625% - 4,875%	14 cuotas anuales (2030-2043)	-	0%
USD 2047	2,5 años	Semestral	0,5% - 1,75% - 3,75% - 4,75%	20 cuotas anuales (2028-2047)	-	5%
EUR 2030	2,5 años	Anual	0,5% - 0,75%	5 cuotas anuales (2026-2030)	EUR 3.200	18%
EUR 2036	2,5 años	Anual	0,5% - 2% - 2,5%	6 cuotas anuales (2031-2036)	EUR 2.700	5%
EUR 2039	2,5 años	Anual	0,6% - 1,25% - 2% - 3,25%	11 cuotas anuales (2029-2039)	-	0%
EUR 2043	2,5 años	Anual	0,6% - 1,625% - 2,5% - 3,875%	14 cuotas anuales (2030-2043)	-	0%
EUR 2047	2,5 años	Anual	0,5% - 1% - 2,75% - 3,5%	20 cuotas anuales (2028-2047)	-	5%

FUENTE: OPC, en base al prospecto de oferta.

TÉRMINOS DE LA OFERTA

La oferta de canje distribuye los 21 bonos elegibles en grupos. Los bonos en dólares se dividen en cinco grupos, a los que se les ofrecen distintos menús de bonos nuevos en dólares para elegir. Los bonos elegibles en euros y en francos suizos se dividen en otros cinco grupos, a los que se les ofrecen instrumentos denominados en euros.

Para los bonos Globales (Grupos 1, 2 y 3) se asigna un orden de prioridad a cada grupo, que es mayor para los más cortos. En caso de que los tenedores opten por suscribir bonos nuevos por un monto agregado

⁴ Esto implica que los tenedores de bonos Par y Discount que participen del canje cambiarán títulos emitidos bajo el *Indenture 2005* por nuevos títulos bajo el *Indenture 2016*.

superior al límite máximo, las ofertas se reasignarán a otros instrumentos de acuerdo a una metodología “en cascada” (“*waterfall*”), respetando los órdenes de prioridad de cada grupo. Para los bonos Par y Discount, en cambio, no hay restricciones en los montos a emitir de cada bono nuevo.

Cada uno de los bonos nuevos a emitir tiene una relación de canje con respecto al monto nominal de bonos elegibles canjeados (Cuadro 3). En algunos casos, estas relaciones de canje implican quitas de capital (VN de los bonos nuevos recibidos menor al Valor Nominal, VN, de los bonos elegibles entregados). Los tenedores de Discount y Par tienen opciones sin quita de capital (relación de canje de 100 en caso de optar por los bonos nuevos con vencimiento en 2039 y 2043). Los intereses corridos desde el último pago de cupón no serán considerados para el cálculo.

CUADRO 3

RELACIONES DE CANJE DE LA OFERTA

VN DE BONOS NUEVOS POR CADA 100 VN DE BONOS ELEGIBLES

Grupo	Bonos elegibles en USD	Bonos nuevos en USD				
		USD 2030	USD 2036	USD 2039	USD 2043	USD 2047
1	BIRAD 2021	88	95			95
1	BIRAD 2022	88	95			95
1	BIRAD 2023	88	95			95
2	BIRAD 2026	88	95			95
2	BIRAD 2027	88	95			95
2	BIRAD 2028 (ene)	88	95			95
2	BIRAD 2028 (jul)	88	95			95
2	BIRAD 2036	88	95			95
3	BIRAD 2046		95			95
3	BIRAD 2048		95			95
3	BIRAD 2117		95			95
4	DISCOUNT USD**			100	100	95
5	PAR USD				100	95

Grupo	Bonos elegibles en EUR y CHF	Bonos nuevos en EUR				
		EUR 2030	EUR 2036	EUR 2039	EUR 2043	EUR 2047
1	BIRAE 2022	82	95			95
1	BIRAE 2023	82	95			95
1	BIRAF 2020*	78	90			90
2	BIRAE 2027	82	95			95
2	BIRAE 2028	82	95			95
3	BIRAE 2047		95			95
4	DISCOUNT EUR**			100	100	95
5	PAR EUR				100	95

* Las relaciones de canje tienen implícito el tipo de cambio entre la moneda del bono elegible (franco suizo) y la del bono nuevo (euro).

** Se expone la relación de canje en relación al valor nominal actualizado, que incluye los intereses capitalizados.

FUENTE: OPC, en base al prospecto de oferta.

Dados los términos de la propuesta, que incluye quitas de capital implícitas en las relaciones de canje, se puede estimar el valor presente de la oferta para cada bono nuevo a emitirse, para diferentes niveles de *exit yield*⁵. Para un *exit yield* de 10%, el valor de la propuesta es de USD39-44 para los bonos en dólares (Cuadro 4). Los bonos en dólares presentan mayores Valores Presentes Netos (VPN) que los denominados en euros, para el mismo plazo (dado que tienen mayores tasas de cupón).

CUADRO 4
VALOR PRESENTE DE LA PROPUESTA DE CANJE
POR CADA 100 VN DE BONOS ELEGIBLES

Bonos nuevos	Relación de canje	<i>Exit yield</i>						
		8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
USD 2030	88	48,9	45,3	42,0	39,0	36,3	33,7	31,4
EUR 2030	82	44,8	41,5	38,5	35,7	33,2	30,9	28,7
USD 2036	95	48,3	43,2	38,7	34,7	31,1	28,0	25,3
EUR 2036	95	42,3	37,6	33,5	29,9	26,7	23,9	21,4
USD 2039	100	54,3	48,6	43,6	39,2	35,3	31,9	28,9
EUR 2039	100	47,3	42,2	37,7	33,7	30,2	27,2	24,5
USD 2043	100	53,6	47,6	42,3	37,8	33,8	30,4	27,4
EUR 2043	100	46,0	40,6	35,8	31,8	28,2	25,2	22,5
USD 2047	95	49,5	43,9	39,0	34,8	31,1	27,9	25,2
EUR 2047	95	42,8	37,7	33,3	29,6	26,4	23,5	21,1

FUENTE: OPC, en base al prospecto de oferta.

Asumiendo un *exit yield* de 10%, estimamos el valor de las opciones disponibles de canje para los tenedores de cada uno de los bonos elegibles, y evaluamos las opciones en relación a los precios de mercado de los bonos elegibles al 17 de abril, antes de que se difundieran los detalles de la propuesta (Cuadro 5).

⁵ Dado el valor-tiempo del dinero, el valor presente (VP) representa el valor en un momento dado de un flujo futuro de fondos. Para calcularlo se actualizan los flujos futuros descontándolos con una tasa representativa para el instrumento (tasa de descuento). En una operación de reestructuración, el *exit yield* representa la expectativa del rendimiento que tendrán los instrumentos involucrados una vez concluida la operación. Se utiliza como tasa de descuento para valorar la propuesta.

CUADRO 5

VALOR DE LA PROPUESTA FRENTE A LOS PRECIOS DE MERCADO

VALOR PRESENTE DE BONOS NUEVOS (EXIT YIELD DE 10%) VS. PRECIOS DE BONOS ELEGIBLES AL 17/04

Bonos elegibles	Bonos nuevos en USD				
	USD 2030	USD 2036	USD 2039	USD 2043	USD 2047
BIRAD 2021	13,5%	4,4%			5,3%
BIRAD 2022	19,6%	10,0%			11,0%
BIRAD 2023	22,9%	13,1%			14,1%
BIRAD 2026	19,6%	10,0%			11,0%
BIRAD 2027	23,9%	13,9%			15,0%
BIRAD 2028 (ene)	26,4%	16,3%			17,3%
BIRAD 2028 (jul)	24,2%	14,3%			15,3%
BIRAD 2036	31,0%	20,5%			21,5%
BIRAD 2046		15,8%			16,8%
BIRAD 2048		20,0%			21,1%
BIRAD 2117		19,5%			20,6%
DISCOUNT USD			10,4%	7,2%	-1,3%
PAR USD				38,2%	27,3%
Bonos elegibles	Bonos nuevos en EUR				
	EUR 2030	EUR 2036	EUR 2039	EUR 2043	EUR 2047
BIRAE 2022	27,0%	11,2%			11,0%
BIRAE 2023	24,3%	8,8%			8,6%
BIRAE 2027	30,9%	14,6%			14,4%
BIRAE 2028	27,6%	11,6%			11,5%
BIRAE 2047		10,1%			10,0%
BIRAF 2020	0,5%	-12,1%			-12,2%
DISCOUNT EUR			2,8%	-1,9%	-8,8%
PAR EUR				25,3%	16,5%

Nota: Para el cálculo se considera la cotización *clean* de los bonos elegibles y los intereses corridos a la fecha.

FUENTE: OPC.

ESCENARIO DE ACEPTACIÓN DE LA OFERTA

Asumiendo que la propuesta es aceptada por todos los acreedores, y suponiendo un *exit yield* de 10%, construimos un escenario para determinar los montos emitidos de cada bono nuevo. Se supone que los tenedores de cada bono elegible optan por la opción que representa el mayor valor presente entre las disponibles⁶. También se consideran los

⁶ En el caso de que algunos acreedores rechacen la propuesta, pero que se alcancen las mayorías requeridas para extender la reestructuración a todos los bonos elegibles aplicando las CACs, los bonistas que no aceptaron voluntariamente la propuesta no

cupos máximos de emisión (*caps*) para los bonos nuevos que los tienen, y se reasignan las ofertas excedentes de acuerdo a la metodología “en cascada” definida en el prospecto (Cuadros 6 y 7, y Gráfico 2).

OPC

Análisis de la
Propuesta de
Reestructuración de
Bonos bajo Legislación
Extranjera

P. 8

CUADRO 6

ESCENARIO DE ACEPTACIÓN (EXIT YIELD 10%): EMISIÓN DE BONOS EN DÓLARES

EN MILLONES DE USD

Grupo	Instrumento	VN entregado	VN de bonos nuevos a emitir					TOTAL
			USD 2030	USD 2036	USD 2039	USD 2043	USD 2047	
1	BIRAD 2021	4.500	3.960	0			0	3.960
1	BIRAD 2022	3.250	2.860	0			0	2.860
1	BIRAD 2023	1.750	1.540	0			0	1.540
2	BIRAD 2026	6.500	1.146	4.938			0	6.084
2	BIRAD 2027	3.750	661	2.849			0	3.510
2	BIRAD 2028 (ene)	4.250	749	3.229			0	3.978
2	BIRAD 2028 (jul)	1.000	176	760			0	936
2	BIRAD 2036	1.750	308	1.330			0	1.638
3	BIRAD 2046	2.750		0			2.613	2.613
3	BIRAD 2048	3.000		0			2.850	2.850
3	BIRAD 2117	2.750		0			2.613	2.613
4	DISCOUNT USD	5.565			5.565		0	5.565
5	PAR USD	5.394				5.394	0	5.394
TOTAL			11.400	13.106	5.565	5.394	8.075	43.540

FUENTE: OPC, en base al prospecto de oferta.

podrán optar por la alternativa más conveniente sino que se canjearán sus tenencias por un bono predeterminado (ver sección *Procedimiento de Aprobación*).

CUADRO 7

ESCENARIO DE ACEPTACIÓN (EXIT YIELD 10%): EMISIÓN DE BONOS EN EUROS

EN MILLONES DE EUR

Grupo	Instrumento	VN entregado	VN de bonos nuevos a emitir					TOTAL
			EUR 2030	EUR 2036	EUR 2039	EUR 2043	EUR 2047	
1	BIRAE 2022	1.250	1.025	0			0	1.025
1	BIRAE 2023	1.000	820	0			0	820
1	BIRAF 2020	400	312	0			0	312
2	BIRAE 2027	1.250	580	516			0	1.096
2	BIRAE 2028	1.000	464	279			0	742
3	BIRAE 2047	750		713			0	713
4	DISCOUNT EUR	5.776			5.776		0	5.776
5	PAR EUR	6.473				6.473	0	6.473
TOTAL			3.200	1.507	5.776	6.473	0	16.957

FUENTE: OPC, en base al prospecto de oferta.

GRÁFICO 2

ESCENARIO DE ACEPTACIÓN (EXIT YIELD 10%): EMISIÓN DE BONOS NUEVOS



FUENTE: OPC, en base a Ministerio de Economía.

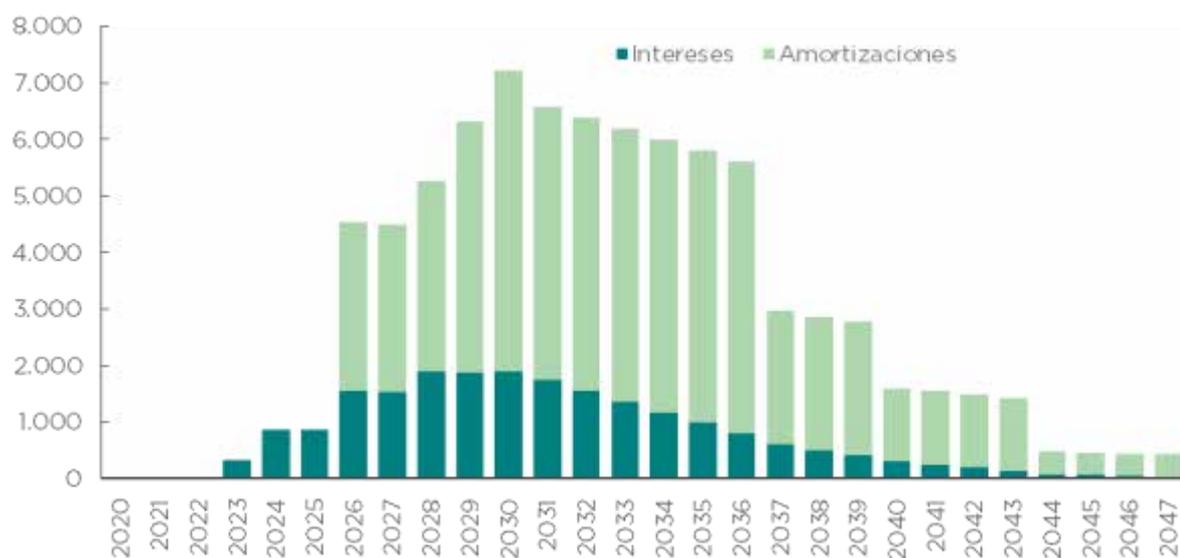
La aceptación de la oferta de acuerdo al escenario descrito implicaría una quita de capital de 5,4%. El stock de bonos emitidos bajo legislación extranjera se reduciría en USD3.671 millones (de USD65.620 millones a USD61.949 millones).

La estructura del perfil de vencimientos se modificaría significativamente, debido a una combinación de reducción de los cupones de interés, período de gracia y extensión de plazos. A lo largo de la vida de los bonos, la carga de intereses se reduciría en USD38.675 millones (pasando de USD59.671 millones a USD20.996 millones). Sumando la quita de capital, se lograría una reducción neta de USD42.346 millones en los servicios totales. El alivio estaría concentrado en los primeros años, acumulando USD47.752 millones en el período 2020-2028 (Gráfico 6).

La oferta extiende los plazos de vencimiento considerablemente a la vez que amplía la cantidad de cuotas de amortización. La duración promedio del perfil aumenta de 5,9 a 11 años. La mayor carga de vencimientos se daría entre 2026 y 2030, debido a la mayor emisión de los bonos 2030, que son los de menor plazo y menor cantidad de cuotas de amortización.

GRÁFICO 3

ESCENARIO DE ACEPTACIÓN (EXIT YIELD 10%): PERFIL DE VENCIMIENTOS
EN MILLONES DE USD

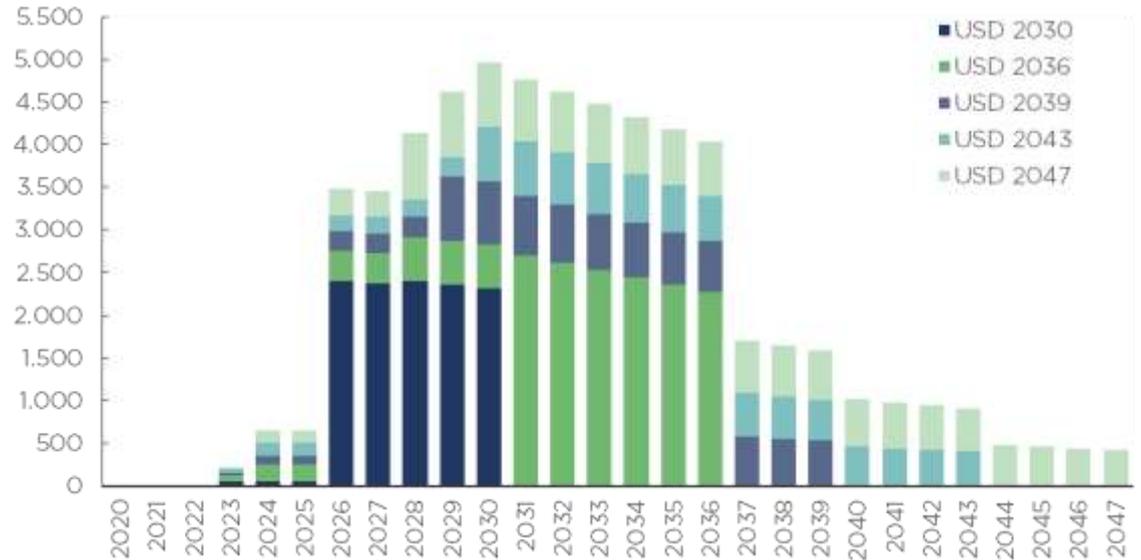


FUENTE: OPC, en base a Ministerio de Economía.

GRÁFICO 4

ESCENARIO DE ACEPTACIÓN (EXIT YIELD 10%): PERFIL DE VENCIMIENTOS EN DÓLARES

EN MILLONES DE USD

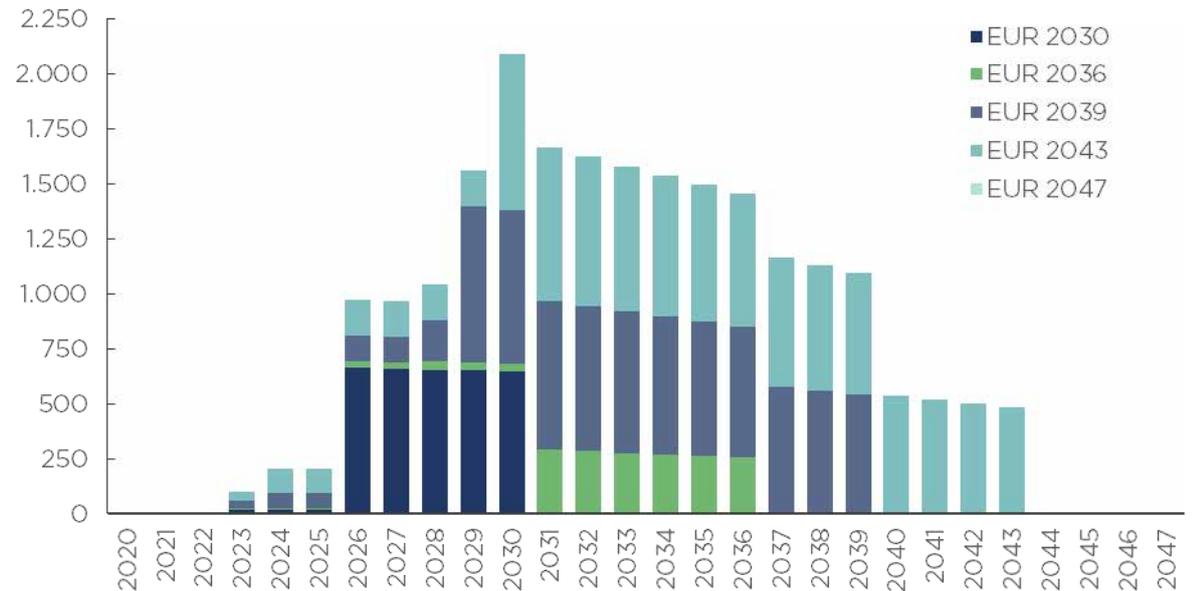


FUENTE: OPC, en base a Ministerio de Economía.

GRÁFICO 5

ESCENARIO DE ACEPTACIÓN (EXIT YIELD 10%): PERFIL DE VENCIMIENTOS EN EUROS

EN MILLONES DE EUR

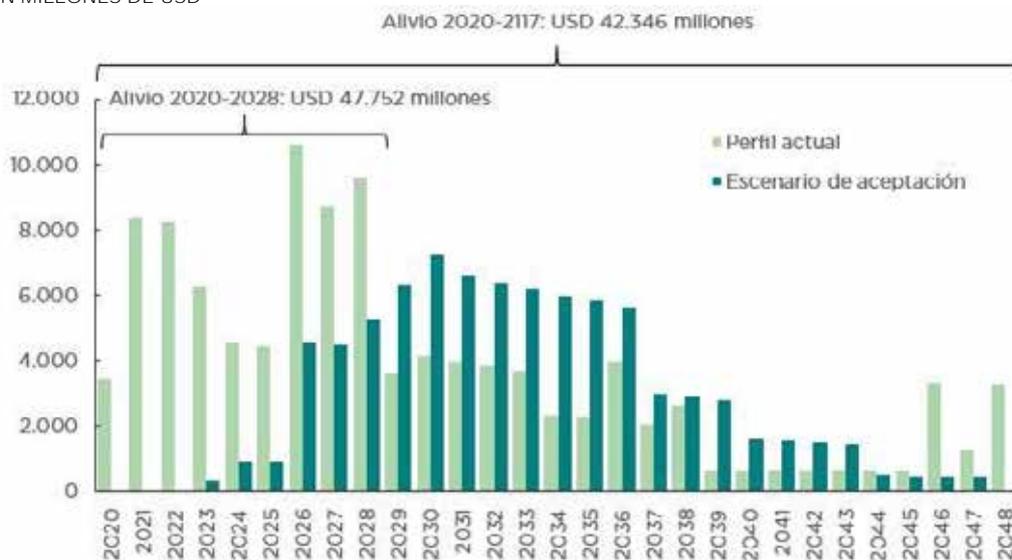


FUENTE: OPC, en base a Ministerio de Economía.

GRÁFICO 6

ESCENARIO DE ACEPTACIÓN (EXIT YIELD 10%): CAMBIO EN EL PERFIL DE VENCIMIENTOS

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.

PROCESO DE APROBACIÓN

Técnicamente, la propuesta tiene dos componentes simultáneos: i) una oferta de canje voluntario de los títulos elegibles por nuevos títulos, en la cual los participantes pueden optar por el título nuevo a recibir, que se efectivizaría sin importar los niveles de aceptación conseguidos; y ii) una propuesta de modificación de los bonos elegibles a través de la aplicación de las CACs, por la cual se canjean los títulos que no hayan participado del canje voluntario por un bono nuevo predeterminado⁷.

Con su aceptación de la oferta de canje voluntario, los tenedores están simultáneamente expresando su consentimiento para realizar modificaciones a los bonos elegibles a través de la aplicación de las CACs. En el caso de que se alcancen las mayorías de tenedores requeridas (incluyendo en el cálculo la aprobación que dan los tenedores que participan del canje voluntario), se canjearán compulsivamente todos los títulos elegibles que no hayan participado voluntariamente del canje por una combinación predeterminada de bonos nuevos (Gráfico 7).

⁷ Dependiendo de la moneda del bono elegible, los Globales se canjean por el USD 2047 y el EUR 2047, los Discount por el USD 2039 y el EUR 2039, y los Par por el USD 2043 y EUR 2043.

El diseño de la propuesta brinda cierta flexibilidad al momento de elegir entre los diferentes métodos de modificación incorporados en las CACs (modificación de serie única o múltiples). Dependiente de los porcentajes de aprobación de cada serie, el emisor puede elegir distintos agrupamientos de series que se van a someter a las modificaciones propuestas. Esto permitiría adaptar los agrupamientos de series para facilitar la obtención de las mayorías de tenedores requeridas (ver Anexo).

GRÁFICO 7
PROPUESTA DE CANJE



FUENTE: OPC, en base al prospecto de oferta.

De acuerdo al cronograma anunciado, los tenedores de bonos tienen plazo de enviar su consentimiento a la propuesta hasta el 8 de mayo a las 17:00hs. (hora de Nueva York). La semana siguiente se publicarían los resultados (a partir del 11 de mayo) y se harían efectivas las modificaciones aprobadas (a partir del 13 de mayo).

La simple presentación de la oferta no modifica las condiciones de repago de los bonos alcanzados, hasta tanto no se aprueben las modificaciones propuestas. Hasta el momento no se han pagado los servicios de intereses correspondientes a los BIRAD 2021, BIRAD 2026 y BIRAD 2046, cuyo vencimiento estaba establecido para el 22 de abril por un total de USD500 millones. De acuerdo a las condiciones contractuales, existe un período de gracia de 30 días (hasta el 22 de mayo) para realizar el pago. A partir de ese momento, los tenedores quedarían habilitados a solicitar una aceleración de todos los bonos bajo legislación extranjera vigentes a través de las cláusulas de “cross default”.

La oferta propuesta aclara que no se reconocerán los cupones vencidos o devengados, por lo que si se consigue la mayoría necesaria para lograr el canje de estas series de títulos, no se vería en la obligación de abonar

los vencimientos correspondientes a abril de 2020 que todavía no fueron pagados.

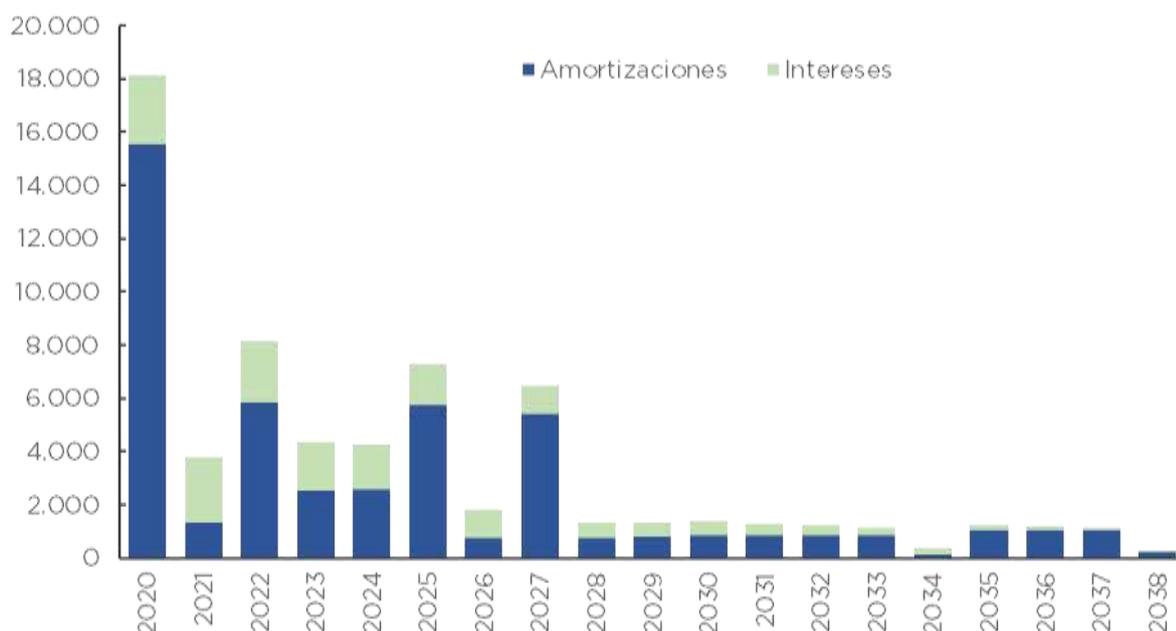
LA DEUDA EN DÓLARES CON LEGISLACIÓN ARGENTINA

El Ministro de Economía se pronunció a favor de darle un tratamiento similar a la oferta descrita a los títulos públicos denominados en dólares emitidos bajo legislación argentina cuyo stock asciende a USD48.056 millones. El 6 de abril, mediante el DNU 346/2020, se pospuso los pagos de los servicios de intereses y amortizaciones de dichos bonos al 31 de diciembre de 2020, estimados en USD18.388 millones.

GRÁFICO 8

PERFIL DE VENCIMIENTOS DE BONOS EN DÓLARES CON LEGISLACIÓN ARGENTINA

EN MILLONES DE USD



FUENTE: OPC, en base a Ministerio de Economía.

ANEXO: CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA (CACs)

Los bonos a reestructurar corresponden a dos grandes grupos, definidos por el *indenture* bajo el cual se emitieron (2005 y 2016). Los *indentures* determinan el marco legal bajo el cual se emiten los títulos de deuda y poseen algunas diferencias entre los dos mencionados para el caso argentino.

Una de las diferencias más importantes entre ambos *indentures* se encuentra en las Cláusulas de Acción Colectiva (CACs). Las CACs permiten realizar cambios en las condiciones relevantes de los títulos de deuda (cupones de intereses, montos de capital, plazos, etc.). Si los cambios son aceptados por una mayoría de acreedores determinada, los mismos son aplicados sobre todos los acreedores, incluso aquellos que hayan votado en contra de los cambios.

Bajo el *Indenture 2005*, las CACs requieren la aceptación por parte de los tenedores del 75% del capital pendiente de amortización para enmendar los términos relevantes de una serie de bonos en particular (serie única). Para modificaciones que se aplican a dos o más series se necesita la aprobación del 85% del capital remanente agregado de todas las series alcanzadas, y a la vez por lo menos el 66,66% de cada serie individual (series múltiples).

En las CACs del *Indenture 2016*, para las modificaciones de serie única se mantiene el requisito de aprobación del 75% del capital remanente de la serie. Para modificaciones de series múltiples hay dos opciones: (i) 75% del capital remanente agregado cuando las modificaciones sean aplicables “uniformemente” a todas las series alcanzadas o (ii) 66,66% del capital remanente agregado y por lo menos 50% del capital remanente de cada serie (Cuadro A1). El concepto de aplicable “uniformemente” implica que las modificaciones alcanzan a todos los acreedores de esas series en las mismas condiciones, y que se les ofrecen los mismos instrumentos.

Para el cálculo de las mayorías necesarias, en ambos *indentures* se excluye a las tenencias en poder de entidades del Sector Público Nacional.

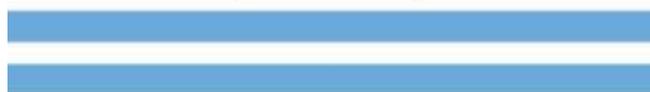
CUADRO A1

CACS: MAYORÍAS NECESARIAS PARA APROBAR MODIFICACIONES RELEVANTES

Cláusulas de Acción Colectiva	Indenture 2005 (PAR y DISCOUNT)	Indenture 2016 (BIRAD, BIRAF y BIRAE)
Serie única	75% del capital remanente de la serie	75% del capital remanente de la serie
Dos o más series	85% del capital remanente agregado y 66,66% del capital remanente de cada serie	75% del capital remanente agregado (*) ó 66,66% del capital remanente agregado y 50% del capital remanente de cada serie

(*) Sólo para modificaciones aplicables “uniformemente” entre las series alcanzadas.

FUENTE: OPC, en base a *Indentures 2005* y *2016*.



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