



# PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS BAJO LEY EXTRANJERA

## ANÁLISIS DE LAS CONTRAPROPUESTAS DE LOS ACREEDORES

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 MAYO DE 2020

El 22 de abril, el Gobierno presentó su propuesta para reestructurar los bonos emitidos bajo ley extranjera. La misma alcanza a 21 series de bonos denominados en dólares, euros y francos suizos, que totalizan USD65.620 millones.<sup>1</sup> El plazo para que los acreedores presentaran su consentimiento, originalmente fijado para el 8 de mayo, fue prorrogado al 22 de mayo y luego al 2 de junio.

El 15 de mayo, el Ministerio de Economía anunció que recibió contrapropuestas de tres diferentes agrupaciones de acreedores:

- Ad-Hoc Bondholders Group (AHBG), integrado por los fondos Blackrock, Ashmore, Fidelity y T. Rowe Price, entre otros.
- Bondholders Group (BG), compuesto a su vez por la agrupación de bonistas Argentina Creditor Committee (ACC), y los fondos Fintech y Gramercy.
- Exchange Bondholders Group (ExBG), integrado por los fondos HBK, Monarch, Oaktree, Pharo, Redwood y VR, entre otros.

Las tres propuestas incorporan una serie de modificaciones a las condiciones financieras de la operación, que incrementan el valor estimado a recibir por los acreedores en relación a la propuesta oficial del 22 de abril. En particular, las contrapropuestas tienen menor quita de principal, cupones de interés más altos, menor periodo de gracia, y todas incluyen el pago en efectivo de los cupones de interés vencidos y devengados al momento de la liquidación de la operación. Adicionalmente, incorporan diversos cambios en el proceso de canje y en las cláusulas legales de los nuevos títulos (Cuadro 1).

De acuerdo a la propuesta del BG, los acreedores recibirán una canasta de nuevos títulos construida de manera tal que sea equivalente a un solo instrumento canjeado a la par, pero que se podría fraccionar en títulos con diferentes plazos. Esto permitiría lograr un perfil de vencimientos lineal, generando simultáneamente una curva de rendimientos compuesta por los distintos componentes de la canasta, que se negociarían por separado.

La propuesta de ExBG incluye una potencial compensación para los bonos DISCOUNT por la quita sufrida en el proceso de canje de 2005-2010. Además de los bonos nuevos definidos en la propuesta, los tenedores de estos títulos recibirían un instrumento contingente vinculado al PIB. Bajo determinadas condiciones de crecimiento del Producto, este instrumento generará pagos entre 2025 a 2039, con un cupón máximo de 2,5% sobre el monto nominal, lo que implicaría erogaciones máximas de USD287 millones por año.

---

<sup>1</sup> Para más información consultar el informe *Análisis de la Propuesta de Reestructuración de Bonos bajo Legislación Extranjera* (<https://www.opc.gob.ar/informes/analisis-de-la-propuesta-de-reestructuracion-de-bonos-bajo-legislacion-extranjera/>).

CUADRO 1

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS CONTRAOFERTAS

	Ad-Hoc Bondholder Group	Bondholders Group (BG)	Exchange Bondholders Group
Bonos elegibles	<i>Indenture</i> 2005 y 2016	<i>Indenture</i> 2016	<i>Indenture</i> 2005
Stock elegible	USD 65.620	USD 41.453M	PAR USD12.160M DISCOUNT USD11.460M
Nuevos bonos	12 (6 en USD y 6 en EUR).	2 (1 en USD y 1 en EUR) - " <i>Strippables</i> "	4 (2 en USD y 2 en EUR) + Cupón PIB
Vencimientos	2027, 2030, 2036, 2039, 2043 y 2047	2040	2033 y 2040. Cupón PIB 2039
Relación de canje (cada VN100 de bono elegible)	99 para los nuevos bonos 2036 y 2047, 100 para el resto	Globales 21 al 23: 101,75 Globales 26 al 36: 100 Globales 46 al 17: 97,68	100
Cupón promedio	4,77% (USD) y 4,01% (EUR)	5,26% (USD) y 4,54% (EUR)	4,98% (USD) y 4,57% (EUR)
Primer pago de intereses	15/11/2021	15/5/2021	15/5/2021
Incremento cupón ( <i>step up</i> )	De 0% a 6,95% (USD) y de 0% a 6,55% (EUR).	De 0% a 5,875% (USD) y de 0% a 5,125% (EUR)	De 0% a 5,875% (USD) y de 0% a 5,546% (EUR)
Capitalización de intereses	2020 y parcial 2021	No	No
Primer pago de capital	15/5/2025	15/11/2027	15/11/2027
Amortización	Semestral (Mayo y Noviembre)	Semestral (Mayo y Noviembre)	Anual (Noviembre)
Tratamiento intereses devengados y no pagados	Se pagan a la fecha de liquidación de la operación	Se pagan a la fecha de liquidación de la operación	Se pagan a la fecha de liquidación de la operación
RUFO	10 años		
Reasignación		Excluida la provisión <i>ex-post</i>	
Indenture de bonos nuevos	Se respeta el <i>Indenture</i> del bono elegible entregado		<i>Indenture</i> 2005
Moneda	BIRAF se canjea por bonos en EUR	USD o EUR, opcional	USD o EUR, condicionado
Mayorías de acreedores requeridas		Sujeta a las mayorías requeridas por las CACs, en todas las series a canjear	Sujeta a las mayorías requeridas por las CACs. (75%)
Rescate anticipado		Capital + monto compensatorio ( <i>make whole</i> )	
Otros	Bonos emitidos bajo ley local no pueden recibir mejor tratamiento	Los perfiles de vencimiento para cada moneda se separan en instrumentos con diferentes vencimientos ( <i>strips</i> )	Tenedores de Discount reciben un instrumento contingente vinculado al PIB, con pagos potenciales en 2025-2039

FUENTE: OPC.

## VALUACIÓN DE LAS CONTRAPROPUESTAS

La propuesta del BG aplica a los bonos globales emitidos a partir de 2016 (bajo el *Indenture* 2016), mientras que la propuesta del Exchange BG se refiere exclusivamente los bonos del canje 2005/2010 (emitidos bajo el *Indenture* 2005). Dado que se complementan en términos del universo de bonos alcanzados, consideramos a ambas como si fueran una propuesta unificada a efectos de hacer una comparación de las diferentes alternativas.

Para la valuación, utilizamos un supuesto de *exit yield* de 10% y realizamos la distribución teórica de los diferentes bonos a emitirse asumiendo que cada acreedor opta por la opción que más valor presente le otorgue a dicha tasa de descuento, manteniendo la moneda de su título elegible. También se consideran los cupos máximos de emisión (*caps*) en caso de corresponder, reasignando los excedentes con el método definido en las propuestas. Para la valuación de la propuesta del Exchange BG, no incluimos el instrumento vinculado al PIB que recibirían los tenedores de DISCOUNT.

Las contrapropuestas analizadas tienen un valor estimado promedio de USD61 y USD63 para los bonos en dólares. Estos valores incluyen el pago en efectivo inmediato de los intereses vencidos (los USD500 millones de cupones de intereses de los BIRAD que vencieron el 22 de abril) y de los intereses corridos de todos los bonos elegibles, tal cual se define en las contrapropuestas. Este pago representa alrededor de USD2,5 en promedio. La propuesta original del gobierno, en cambio, no implicaba ningún reconocimiento de estos intereses.

Los valores estimados representan un incremento sustancial con respecto a los alrededor de USD40 de la propuesta original presentada por el gobierno el 22 de abril (Cuadro 2).

### CUADRO 2

#### VALUACIÓN DE LAS PROPUESTAS

SUPUESTO DE EXIT YIELD: 10%

Propuestas	Valor Presente promedio cada VN 100	
	Bonos en USD	Bonos en EUR
Propuesta oficial (22-abr)	40,4	36,9
Contrapropuesta AdHoc BG (15-may)*	63,3	57,8
Contrapropuesta BG + Exchange BG (15-may)*	61,2	56,8

\* Incluye pago en efectivo de cupones vencidos e intereses corridos al 15 de mayo. No incluye instrumento vinculado al PIB.

FUENTE: OPC.

## IMPACTO SOBRE EL PERFIL DE VENCIMIENTOS

Las contrapropuestas implican vencimientos totales (amortizaciones e intereses) de USD8.000-USD9.200 millones en 2020-2024 y de USD46.700-USD47.000 millones en 2020-2030, incluyendo el pago de USD1.546 millones en 2020 correspondiente a los cupones impagos y los intereses corridos de los bonos elegibles. Estos montos se comparan con vencimientos de USD1.200 millones y USD30.000 millones, respectivamente, en la propuesta original del gobierno, y de USD31.000 y USD72.000 millones en el perfil de vencimientos actual (Cuadro 3 y Gráfico 1).

### CUADRO 3

#### PERFILES DE VENCIMIENTOS

EN MILLONES DE USD

	2020-2024	2020-2030	Perfil total (2020-2117)		
	Servicios totales	Servicios totales	Principal	Intereses	Servicios totales
Perfil actual	30.843	71.847	65.620	59.671	125.291
Propuesta oficial (22-abr)	1.206	29.929	61.949	20.996	82.945
Contrapropuesta AdHoc BG*	8.055	46.727	66.483	44.961	111.444
Contrapropuesta BG + Exchange BG*	9.250	47.071	65.617	44.287	109.904

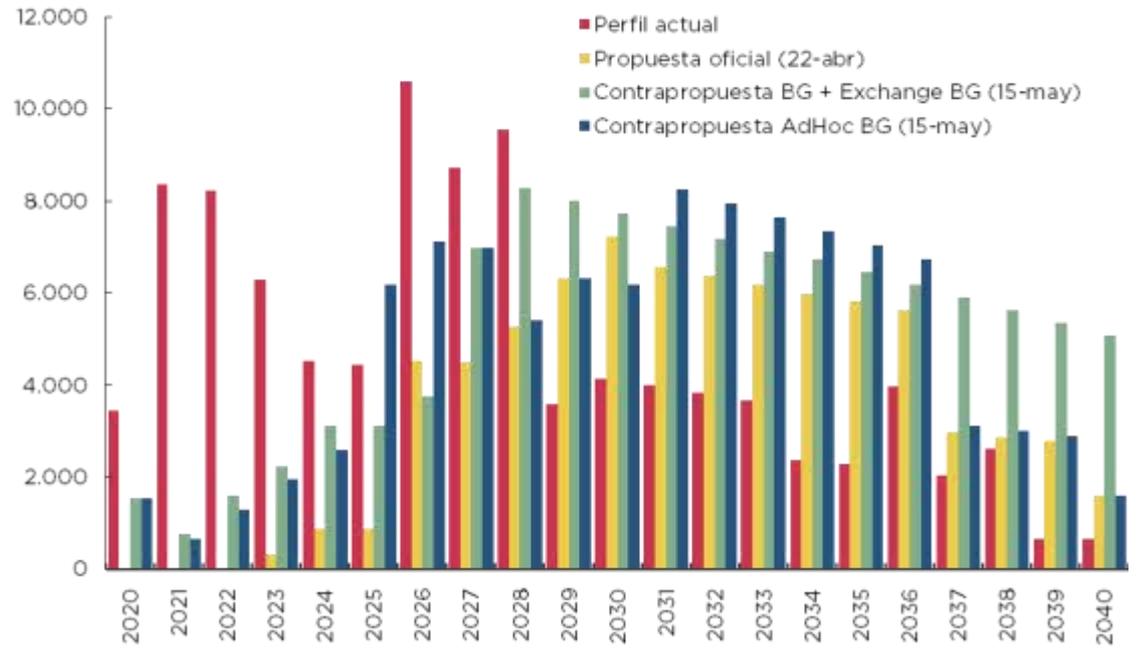
\*Incluye pago en efectivo de cupones vencidos e intereses corridos al 15 de mayo. No incluye pagos por instrumento vinculado al PIB.

FUENTE: OPC.

GRÁFICO 1

PERFILES DE VENCIMIENTOS DE BONOS CON LEGISLACIÓN EXTRANJERA

INCLUYE AMORTIZACIÓN E INTERESES; EN MILLONES DE USD



Nota: Las contrapropuestas incluyen el pago en efectivo de cupones vencidos e intereses corridos al 15/05/20, por el equivalente a USD1.546 millones. No incluyen pagos del instrumento vinculado al PIB.

FUENTE: OPC.

## ANEXO

### Valor de las contrapropuestas para cada bono elegible

Montos cada 100 valores nominales

OPC

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE BONOS BAJO LEY EXTRANJERA

P. 6

Bonos elegibles (USD)	Valor Presente de los bonos nuevos (I)			Pago en efectivo de intereses* (II)	Valor de la oferta (I + II)		
	AHBG	BG	ExBG		AHBG	BG	ExBG
BIRAD 2021	68,3	59,8		3,9	72,2	63,7	
BIRAD 2022	66,2	59,8		1,7	67,9	61,5	
BIRAD 2023	63,8	59,8		1,6	65,4	61,4	
BIRAD 2026	58,9	58,8		4,2	63,1	63,0	
BIRAD 2027	58,8	58,8		2,1	60,9	60,8	
BIRAD 2028 (ene)	58,8	58,8		2,0	60,8	60,8	
BIRAD 2028 (jul)	58,8	58,8		2,4	61,1	61,1	
BIRAD 2036	58,8	58,8		2,6	61,3	61,3	
BIRAD 2046	58,6	57,4		4,3	62,9	61,7	
BIRAD 2048	58,6	57,4		2,4	61,0	59,8	
BIRAD 2117	58,6	57,4		2,7	61,3	60,1	
DISCOUNT USD	63,3		62,8**	3,1	66,4		65,9**
PAR USD	58,6		54,6	0,5	59,1		55,1
Promedio	60,8	58,7		2,6	63,3	61,2	

Bonos elegibles (EUR y CHF)	Valor Presente de los bonos nuevos (I)			Pago en efectivo de intereses* (II)	Valor de la oferta (I + II)		
	AHBG	BG	ExBG		AHBG	BG	ExBG
BIRAE 2022	61,5	55,2		1,3	62,8	56,4	
BIRAE 2023	58,3	55,2		1,1	59,5	56,3	
BIRAE 2027	52,3	54,2		1,7	54,0	55,9	
BIRAE 2028	52,3	54,2		1,8	54,1	56,0	
BIRAE 2047	50,7	52,9		3,2	53,9	56,2	
BIRAF 2020	63,8	55,2		2,0	65,8	57,2	
DISCOUNT EUR	58,5		61,8**	2,9	61,5		64,7**
PAR EUR	50,7		51,3	0,4	51,2		51,8
Promedio	56,0	55,0		1,8	57,8	56,8	

\* Incluye el cupón de intereses vencido el 22 de abril de los BIRAD 2021, 2026 y 2046, que se mantiene impago, y los intereses corridos desde el último cupón pagado para todos los bonos elegibles.

\*\* No incluye valuación del instrumento vinculado al PIB.

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)