



PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS BAJO LEY EXTRANJERA

ANÁLISIS DE NUEVAS OFERTAS

Director General
Marcos Makón

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

Analistas
Florencia Calligaro – Eugenia Carrasco – Federico Cuba

VERSIÓN REVISADA EL 24 DE JUNIO DE 2020

Esta versión reemplaza la original publicada el 22 de junio, que contenía un error de cálculo en las estimaciones de las propuestas de los acreedores. Debido a esta corrección, en la propuesta de AHBG/EGB el valor estimado de la oferta pasa de 60,2 a 60,5 para los bonos elegibles denominados en dólares y de 54,2 a 54,3 para los bonos en euros, mientras que los vencimientos estimados para 2021 se modifican de USD610 millones a USD804 millones. En la propuesta del BG, el valor estimado de la oferta pasa de 50,9 a 51 para los bonos en euros.

Simultáneamente, se publica la versión revisada de la [hoja de cálculo anexa](#).

Mediante un comunicado difundido el miércoles 17 de junio, el Ministerio de Economía informó los últimos avances de la negociación con los principales grupos de tenedores de bonos con legislación extranjera¹.

En el marco de la ronda de conversaciones confidenciales que tuvo lugar entre el 8 y el 17 de junio, Argentina y los bonistas intercambiaron nuevas propuestas². Luego del vencimiento de los acuerdos de confidencialidad sobre el contenido de las discusiones, el gobierno declaró que no puede comprometerse a las demandas de los acreedores, señalando que algunos de los ajustes propuestos “son ampliamente inconsistentes con el marco de sostenibilidad de deuda que necesita la República para restaurar la estabilidad macroeconómica y para avanzar con un programa con el FMI”. Por su parte, el principal grupo de acreedores declaró que “las negociaciones fracasaron”.

Frente a esta situación, ambas partes mencionaron que se encuentran evaluando todas las opciones disponibles. En el caso de los acreedores esto incluye la posibilidad de reclamar la aceleración de los bonos con legislación extranjera, que de acuerdo a sus términos contractuales se encuentran en *default* a partir de la expiración del período de gracia para el pago de los cupones de intereses de los BIRAD 2021, 2026 y 2046. No obstante, el 19 de junio el gobierno anunció una nueva extensión de la oferta de reestructuración hasta el 24 de julio, con la intención de continuar las conversaciones con los acreedores.

DESCRIPCIÓN DE LAS PROPUESTAS

La propuesta de Argentina es la tercera que se da a conocer públicamente (Argentina III), luego de la oferta original presentada el 22 de abril ante el organismo- regulador de valores de EEUU (SEC) y la modificada con fecha del 26 de mayo. Tiene una estructura similar a la anterior en términos del menú de bonos ofrecido (5 en dólares y 5 en euros, con vencimiento entre 2030 y 2046, más un bono en dólares por los intereses devengados no pagados de los bonos elegibles), pero presenta una serie de cambios que mejoran el valor de la oferta. Todos los bonos devengan intereses semestrales, los cupones de interés son mayores, y se reduce el período de gracia y las quitas de capital. Además, se adelanta (de 2034 a 2030) el vencimiento del bono en dólares a entregarse por los intereses devengados de los bonos elegibles. Como novedad, se incluye la entrega de un instrumento contingente (*value recovery instrument*, VRI) vinculado a las exportaciones, con un cupón anual de hasta 0,75%, que se pagaría entre 2026 y 2046 (Cuadro 1).

Los grupos de acreedores *Ad Hoc Bondholder Group* (AHBG, integrado por los fondos de inversión Blackrock, Ashmore, Fidelity y T. Rowe Price, entre

¹ Ver [comunicado de prensa](#) del 17 de junio.

² Para más detalles sobre las propuestas anteriores ver nuestros informes sobre la [oferta original argentina](#) y sobre las [primeras contraofertas de los bonistas](#).

otros) y *Exchange Bondholder Group* (EBG, integrado por los fondos HBK, Monarch, Pharo, Redwood y VR, entre otros) presentaron una propuesta conjunta, que incluye la emisión de 7 bonos en dólares y 7 en euros, con vencimiento entre 2027 y 2045, y de un bono en USD 2023 a entregarse en pago por la mitad de los intereses devengados no pagados de los bonos elegibles, mientras que la mitad restante sería cancelada en efectivo. También incluye un VRI atado al PIB para los acreedores que reciban los nuevos bonos con vencimiento en 2036, 2038 y 2045. Por otro lado, esta propuesta incorpora una serie de modificaciones a cláusulas legales que impactan sobre los nuevos bonos a emitirse, sobre el *indenture*³ aplicable a dichos bonos y sobre la operación de reestructuración misma.

El grupo de acreedores *Bondholders Group* (BG, compuesto a su vez por la agrupación de bonistas *Argentina Creditor Committee*, y los fondos Fintech y Gramercy) presentó una propuesta con características similares a la oferta argentina pero con algunos cambios en cuanto a cupones y quita de capital. Contempla el reconocimiento de los intereses corridos no pagados mediante la entrega de un bono. Incorpora incentivos para aquellos acreedores que ingresen al canje de manera temprana, entre ellos un VRI vinculado a las exportaciones, con un cupón anual de hasta 2,5% que se pagaría entre 2024 y 2043.

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.

CUADRO 1
PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS PROPUESTAS

	Argentina III (17-jun)	AHGB/EBG (14-jun)	BG (17-jun)
Nuevos bonos	10 (5 en USD y 5 en EUR) + VRI (expo)	14 (7 en USD y 7 en EUR) + VRI (PIB)	12 (6 en USD y 6 en EUR) + VRI (expo)
Vencimientos	2030, 2035, 2038, 2041 y 2046	2027, 2030, 2033, 2036, 2038, 2041 y 2045	2030, 2035, 2038, 2041 y 2046
Quita nominal	3% para los nuevos bonos 2030, 2035 y 2046, sin quita para el resto	1% para los nuevos bonos 2036 y 2045, sin quita para el resto	1%, excepto para el PAR y el DISCOUNT que no tienen quita
Cupón promedio	3,63% (USD) y 3% (EUR)	4,15% (USD) y 3,26% (EUR)	3,73% (USD) y 3,08% (EUR)
Vida promedio (años)	12,5	12,8	11,8
Primer pago de intereses	15/05/2021	15/11/2021	15/01/2021
Incremento cupón (<i>step up</i>)	De 0% a 5% (USD) y de 0% a 4,5% (EUR).	De 0,125% a 5,75% (USD) y de 0,125% a 4,75% (EUR)	De 0,125% a 5% (USD) y de 0,125% a 4,5% (EUR)
Capitalización de intereses	No	No	No
Primer pago de capital	15/5/2025	15/07/2025	15/01/2025
Amortización	Semestral (mayo y noviembre)	Semestral (enero y julio)	Semestral (enero y julio)
Tratamiento intereses devengados y no pagados	Pago con bono USD 2030	Mitad se paga en efectivo y mitad con bono USD 2023	Pago con bonos USD y EUR 2030
Cláusulas adicionales		<i>Indenture</i> 2005 para bonos nuevos, redefinición de inmunidad soberana, restricción a reasignación, exigencia de Art. IV del FMI, devengamiento a tasas contractuales + 2% ante incumplimientos, redefinición de eventos de default, cláusula RUFO.	Mantiene <i>indentures</i> originales, cláusula RUFO si no se alcanzaron las CACs, admite reasignación para alcanzar CACs, admite cambios de moneda, cláusula de rescate anticipado a la par, paquete de incentivos para acreedores que ingresen de manera temprana.

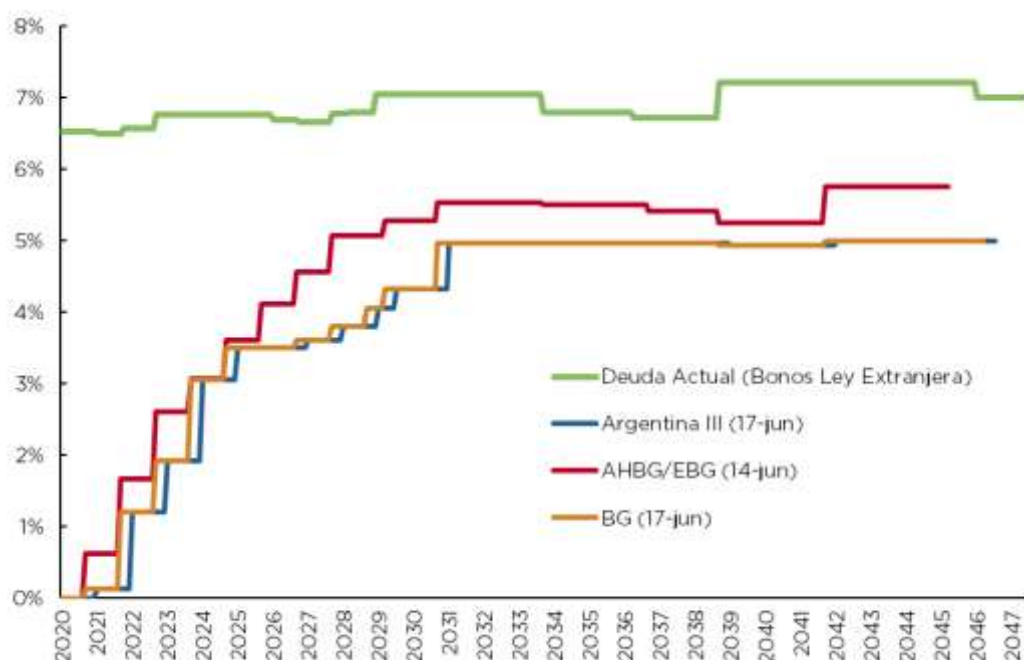
FUENTE: OPC.

Con respecto a las ofertas anteriores, la nueva propuesta argentina reduce la quita nominal requerida, que queda en 3% para 6 de los nuevos bonos propuestos y en 0% para los restantes.

Frente a la propuesta anterior, el cupón de interés promedio en la nueva oferta argentina aumenta 0,2 puntos porcentuales (p.p.) a 3,63% para los títulos en dólares, con un máximo de 5%. Mientras que en la oferta de AHGB/EBG baja 0,4 p.p. frente a su propuesta anterior a 4,15%, con un máximo de 5,75%. La propuesta del BG es similar a la oferta argentina (el cupón promedio es apenas 0,1 p.p. mayor). El cupón promedio de los bonos

elegibles es de 6,9%, por lo que las últimas propuestas representarían una reducción de entre 2,8 p.p. y 3,3 p.p., con la mayor parte del alivio concentrado en los primeros años, dada la estructura de cupones crecientes (*step up*) de todas las propuestas (Gráfico 1).

GRÁFICO 1
CUPÓN DE INTERESES PROMEDIO
BONOS DENOMINADOS EN USD



Nota: no incluye bonos para reconocimiento de intereses corridos ni instrumentos contingentes (VRI).

FUENTE: OPC.

VALUACIÓN DE LAS OFERTAS

Asumiendo un *exit yield* de 10%, la nueva propuesta argentina tiene un valor estimado promedio de USD52,1 para los bonos en dólares, alrededor de USD12 superior a la oferta original. Por su parte, las propuestas de los acreedores se encuentran entre USD55 y USD61 (Cuadro 2). Estos valores no incluyen los diferentes VRI incluidos en las propuestas, cuya valuación está sujeta a un grado mayor de incertidumbre por su carácter contingente y por la volatilidad de las variables subyacentes (exportaciones y PIB).⁴

⁴ La mayoría de las estimaciones privadas conocidas hasta el momento sitúan sus valores entre USD1 y USD2.

CUADRO 2
VALUACIÓN DE LAS PROPUESTAS

SUPUESTO DE EXIT YIELD: 10%

Propuestas	Valor Presente promedio cada VN 100	
	Bonos en USD	Bonos en EUR
Deuda actual	84,9	81,0
Propuestas de Argentina		
Argentina I (22-abr)	40,4	36,9
Argentina II (26-may) ¹	47,3	41,5
Argentina III (17-jun) ¹	52,1 + VRI (expo)	48,5 + VRI (expo)
Contrapropuestas de bonistas		
AHBG (15-may) ²	63,3	57,8
BG + EBG (15-may) ²	61,2 + VRI (PIB)	56,8 + VRI (PIB)
AHBG/EBG (27-may) ²	61,6 + VRI (PIB)	56,6 + VRI (PIB)
AHBG/EBG (14-jun) ^{1,2}	60,5 + VRI (PIB)	54,3 + VRI (PIB)
BG (17-jun) ¹	54,7 + VRI (expo)	51,0 + VRI (expo)

¹ Incluye instrumento emitido por cupones vencidos e intereses corridos.
² Incluye pago en efectivo por cupones vencidos e intereses corridos.

FUENTE: OPC.

PERFIL DE VENCIMIENTOS

Las propuestas de los bonistas implican vencimientos totales (amortizaciones e intereses) de USD3.600 y USD7.200 millones en el período 2020-2024, y de USD43.400 y USD44.200 millones en el período 2020-2030. Estos montos se comparan con vencimientos de USD3.800 millones y USD40.500 millones, respectivamente, en la última propuesta del gobierno, y de USD31.100 y USD72.500 millones en el perfil de vencimientos actual de los bonos elegibles (Cuadro 3 y Gráfico 2).

CUADRO 3
PERFIL DE VENCIMIENTOS

EN MILLONES DE USD

	2020-2024	2020-2030	Perfil total (2020-2117)		
	Servicios totales	Servicios totales	Principal	Intereses	Servicios totales
Perfil actual	31.121	72.530	66.306	60.063	126.369
Propuestas de Argentina					
Argentina I (22-abr)	1.206	29.929	61.949	20.996	82.945
Argentina II (26-may)	2.537	34.289	64.708	23.100	87.808
Argentina III (17-jun) ¹	3.792	40.501	67.296	26.495	93.792
Contrapropuestas de bonistas					
AHBG (15-may) ²	8.055	46.727	66.483	44.961	111.444
BG + EBG (15-may) ^{1,2}	9.250	47.071	65.617	44.287	109.904
AHBG/EBG (27-may) ^{1,2}	7.205	47.167	66.186	40.998	107.184
AHBG/EBG (14-jun) ^{1,2}	7.226	43.425	67.104	35.867	102.971
BG (17-jun) ¹	3.634	44.165	68.128	24.934	93.062

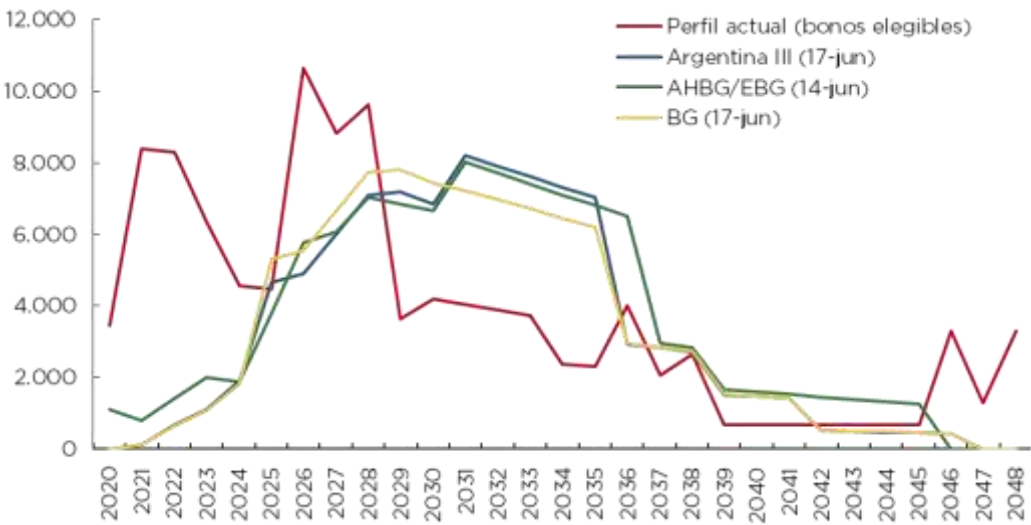
¹ No incluye instrumentos vinculados al PIB o a las exportaciones (VRI).

² Incluye pago en efectivo por cupones vencidos e intereses corridos.

FUENTE: OPC.

GRÁFICO 2
PERFIL DE VENCIMIENTOS

BONOS CON LEGISLACIÓN EXTRANJERA; INCLUYE AMORTIZACIÓN E INTERESES; EN MILLONES DE USD



Nota: No incluyen pagos de los instrumentos vinculados al PIB y a las exportaciones (VRI). La contrapropuesta de AHBG/EBG incluye el pago en efectivo por la mitad de los intereses corridos e impagos de los bonos elegibles.

FUENTE: OPC.

ASPECTOS LEGALES

Más allá de las diferencias en los valores estimados a partir de la estructura financiera, las propuestas de los acreedores y de Argentina incorporan distintas cláusulas legales.

La propuesta de AHBG/EBG contiene:

- Emisión de bonos nuevos (y de toda futura emisión de deuda con ley extranjera) bajo el *Indenture* 2005.
- Exige que Argentina cumpla anualmente con la revisión del Artículo IV del FMI hasta que los nuevos bonos amorticen por completo.
- Amplía la definición contractual de eventos de *default*, incorporando cualquier acuerdo con acreedores para postergar algún pago por más de USD20 millones, el no cumplimiento del Artículo IV del FMI o la demora en la publicación de estadísticas del stock de deuda pública.
- En caso de incumplir con algún pago de los bonos nuevos, se devengarán intereses por las tasas contractuales más 2%.
- Reduce el alcance de la inmunidad soberana sobre diversos activos externos de la República, lo que facilitaría eventuales embargos en caso de incumplimientos.
- Refuerza la exigencia de anunciar previamente el método de agregación de las cláusulas de acción colectiva (CACs)⁵ al momento de lanzar cualquier operación de reestructuración de los bonos.
- Cláusula RUFO (*rights upon future offers*)⁶ para los nuevos bonos por un plazo de 5 años.

En la propuesta del BG:

- Los bonos nuevos mantienen el *Indenture* original de los bonos elegibles canjeados (2005 y 2016, según corresponda)
- Incluye un paquete de incentivo a los que acepten la propuesta de manera temprana, que incluye la posibilidad de acceder al nuevo bono USD 2030, recibir un VRI atado a las exportaciones y un pago en efectivo a definir.
- Sugiere el método de agregación que debería usarse para la aplicación de las CACs en la presente reestructuración.
- Cláusula RUFO hasta que todos los bonos elegibles hayan sido canjeados.

⁵ Las CACs permiten imponer una reestructuración o modificación contractual a todos los tenedores de un bono, en la medida que dicha propuesta sea aceptada por una mayoría de acreedores previamente definida. El método de agregación refiere al procedimiento para contabilizar el nivel de aceptación, que puede ser a nivel de cada serie de bonos o agregando varias series.

⁶ La cláusula RUFO exige que cualquier mejora en la propuesta que se haga en el futuro a los bonistas que no participen de esta reestructuración, sea extendida a los acreedores que sí participaron.

PRÓXIMOS PASOS

Con la extensión del plazo de la oferta hasta el 24 de julio, el gobierno señaló su intención de retomar las conversaciones con los grupos de acreedores en los próximos días. Por su parte, hasta el momento los bonistas no presentaron ninguna solicitud para reclamar la aceleración de sus títulos, que consiste en el pago inmediato de 100% del capital y de los intereses devengados⁷. Los *indentures* aplicables establecen que para realizar dicho pedido se requiere la aprobación de los tenedores de al menos 25% del capital de cualquier serie de bonos.

De acuerdo a lo estipulado en la última prórroga, el 27 de julio deberían darse a conocer los porcentajes de aceptación por parte de los acreedores. A fin de julio vence el período de gracia de 30 días para el pago de los cupones de intereses de junio de los bonos Discount. Si para esa fecha no se hubiera completado una operación de canje exitosa, aumentaría la probabilidad de que los tenedores presenten reclamos judiciales por los montos impagos.

⁷ De acuerdo a sus términos contractuales, los bonos con legislación extranjera se encuentran en *default* a partir de la expiración del período de gracia para el pago de los cupones de intereses de los BIRAD 2021, 2026 y 2046, lo que habilita a los tenedores a reclamar la aceleración de los títulos.

ANEXO

VALOR DE LAS PROPUESTAS POR BONO ELEGIBLE

MONTOS CADA 100 VALORES NOMINALES; SUPUESTO DE EXIT YIELD: 10%

OPC

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE BONOS BAJO LEY EXTRANJERA

P. 9

Bonos elegibles en USD	Argentina III (17-jun)	AHBG/EBG (14-jun)	BG (17-jun)
BIRAD 2021	53,3	65,6	56,1
BIRAD 2022	52,1	62,7	54,8
BIRAD 2023	51,9	62,9	54,7
BIRAD 2026	52,6	62,3	55,6
BIRAD 2027	51,4	59,3	54,4
BIRAD 2028 (ene)	51,3	58,1	54,3
BIRAD 2028 (jul)	51,6	58,5	54,5
BIRAD 2036	51,7	58,8	54,7
BIRAD 2046	51,8	60,4	54,5
BIRAD 2048	50,7	58,5	53,4
BIRAD 2117	50,9	58,8	53,6
DISCOUNT USD	56,6	64,7	58,4
PAR USD	50,7	56,1	52,4
Promedio	52,1	60,5	54,7

Bonos elegibles en EUR y CHF	Argentina III (17-jun)	AHBG/EBG (14-jun)	BG (17-jun)
BIRAE 2022	49,2	57,2	51,9
BIRAE 2023	49,1	55,5	51,8
BIRAE 2027	46,9	52,7	49,9
BIRAE 2028	46,9	50,4	50,0
BIRAE 2047	46,9	52,0	49,6
BIRAF 2020	49,4	59,5	52,2
DISCOUNT EUR	52,1	58,4	54,1
PAR EUR	47,2	49,0	48,8
Promedio	48,5	54,3	51,0

Nota: Incluye el reconocimiento de los intereses vencidos impagos (BIRAD 2021, 2026 y 2046) y de intereses corridos. No incluye valor estimado de VRI vinculados al PIB y a las exportaciones.

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