OPC

OFICINA DE PRESUPUESTO DEL CONGRESO

PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS BAJO LEY EXTRANJERA

NUEVA PROPUESTA ARGENTINA

Director General
Marcos Makón

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

Analistas
Florencia Calligaro – Eugenia Carrasco – Federico Cuba

7 DE JULIO DE 2020

El domingo 5 de julio el gobierno anunció una mejora en los términos y condiciones de su propuesta para reestructurar los bonos emitidos bajo legislación extranjera.[1] La nueva oferta fue formalizada ante el organismo regulador de valores de EE.UU. (*Securities and Exchange Commission*, SEC), como una enmienda a la propuesta original presentada el pasado 22 de abril.[2] El nuevo plazo para que los acreedores acepten la propuesta vence el 4 de agosto. En caso de alcanzarse los niveles de adhesión necesarios, la operación se liquidaría el 4 de septiembre.

Paralelamente, el Ministerio de Economía informó que próximamente elevará un proyecto de ley al Congreso de la Nación para la reestructuración de los títulos públicos en moneda extranjera emitidos bajo legislación argentina, en "condiciones equitativas" al canje propuesto para la deuda bajo ley extranjera".[3] El comunicado señala que ambos procesos de reestructuración (bonos con ley extranjera y ley argentina) constituyen en conjunto "el máximo y último esfuerzo que la Argentina puede hacer para con sus acreedores".

La nueva oferta incluye mejoras en diferentes aspectos con respecto a la propuesta original, reduciendo la distancia con respecto a la posición de los acreedores. Las diferencias que aún existen son mayores con respecto a la última propuesta conjunta del Ad Hoc Bondholder Group (AHBG) y el Exchange Bondholder Group (EGB) del 14 de junio[4], que frente a la última contraoferta del Argentina Creditor Committee (ACC) del 1 de julio.

DESCRIPCIÓN DE LA PROPUESTA

La nueva oferta incluye un menú de cinco nuevos títulos en dólares y cinco en euros, con fecha de emisión 4 de septiembre y vencimiento entre 2030 y 2046. Los bonos con vencimiento en 2030, 2035 y 2046 tienen una quita de capital de 3% sobre el valor nominal de los bonos elegibles, mientras que los que vencen en 2038 y 2041 (exclusivos para los tenedores de Par y Discount) se emitirán sin quita. Además, como reconocimiento de los intereses corridos de los bonos elegibles, se contempla la entrega de otro bono en dólares o euros con vencimiento en 2030.

Los tenedores de bonos Globales que no acepten voluntariamente la propuesta pero sean incluidos compulsivamente por la aplicación de las Cláusulas de Acción Colectiva (CACs)[5] reciben bonos con vencimiento en

[1] Ver comunicado de prensa del Ministerio de Economía.
[2] Las propuestas revisadas con fecha del 26 de mayo (Argentina II) y 17 de junio (Argentina III) difundidas por el gobierno no llegaron a formalizarse ante la SEC.
[3] Ver comunicado de prensa del Ministerio de Economía.
[4] Para más detalles, ver nuestro informe.
[5] Son cláusulas que se incluyen habitualmente en las emisiones de deuda y 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.

2046, mientras que los tenedores de Discount y Par reciben 2038 y 2041, respectivamente.

Los nuevos bonos comienzan a devengar intereses desde su fecha de emisión, pero el primer cupón es anual, con lo cual el primer pago está previsto para septiembre de 2021. A partir de ese momento, todos los nuevos bonos pagan intereses semestralmente en marzo y septiembre.

Con respecto a la oferta original presentada el 22 de abril[6], se destacan los siguientes cambios:

- Reducción de las quitas de capital.
- Adelantamiento del devengamiento de intereses y aumento de las tasas de cupón.
- Menores plazos de amortización, que reducen la vida promedio de los bonos nuevos de 13,6 a 11,4 años.
- Permite a los tenedores de títulos elegibles emitidos bajo el *Indenture*[7] 2005 (Discount y Par) canjearlos por nuevos bonos emitidos bajo el mismo *Indenture*. La oferta original preveía que todos los bonos nuevos se emitieran bajo el *Indenture* 2016.
- Incorpora incentivos para aceptar la propuesta mediante un tratamiento diferenciado de los intereses corridos de los bonos elegibles, que serán reconocidos mediante la entrega de un bono con vencimiento en 2030 y cupón de 1% (dólares) o 0,5% (euros). A los tenedores que acepten la propuesta se les reconocen los intereses corridos de los bonos elegibles hasta la fecha de liquidación (4 de septiembre). En cambio, a aquellos que opten por no participar pero que sean arrastrados por la aplicación de las CACs, sólo se les reconocen los intereses corridos hasta el 22 de abril.
- Se introduce un umbral mínimo de participación como condición para la efectivización del canje, reduciendo el riesgo para los potenciales participantes de terminar recibiendo un bono con poca liquidez si el nivel de adhesión resultara bajo. En particular, se requiere que i) acepte 66,6% del monto total de bonos elegibles, o ii) considerando cada *Indenture* por separado, acepte el 50% del monto elegible o se logre aplicar las CACs sobre el 60% del monto elegible de cada *Indenture*. La oferta mantiene la posibilidad de reagrupar distintas series de bonos para el cálculo de las mayorías requeridas en las CACs.

[6] Para más detalles sobre la propuesta original, ver nuestro informe.
[7] El *trust indendure* 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.

- Incluye la posibilidad de que los tenedores de bonos denominados en euros y francos suizos opten por bonos nuevos en dólares.

No obstante la mejora de la oferta argentina, todavía subsisten algunas diferencias tanto en relación a los términos financieros como a algunos aspectos jurídicos con respecto a la posición de los principales grupos de bonistas, en particular frente a la última propuesta conjunta de los grupos AHBG y EBG (Cuadro 1). Por su parte, los fondos de inversión Gramercy y Fintech anunciaron públicamente su apoyo a la nueva oferta[8].

CUADRO 1

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS ÚLTIMAS PROPUESTAS

	AHBG/EBG (14-jun)	ACC (01-jul)	Argentina IV (05-jul)
Bonos nuevos en reconocimiento del capital	14 (7 en USD y 7 en EUR)	10 (5 en USD y 5 en EUR)	10 (5 en USD y 5 en EUR)
Vencimientos	2027, 2030, 2033, 2036, 2038, 2041 y 2045	2030, 2035, 2038, 2041 y 2046	2030, 2035, 2038, 2041 y 2046
Tratamiento de intereses corridos	Mitad se paga en efectivo y mitad con bono USD 2023, cupón 4%	Entrega de bonos USD y EUR 2030, cupón 1%	Entrega de bonos USD y EUR 2030, cupón 1% para USD y 0,5% para EUR, con *Indenture* 2016
Instrumento contingente	VRI vinculado al PIB	No incluye	No incluye
Primer pago de intereses	15/1/2021	29/7/2021	4/9/2021
Frecuencia de pago intereses nuevos bonos	Semestral	Primer cupón anual y luego semestral	Primer cupón anual y luego semestral
Incremento cupón (*step up*)	USD: de 0,125% a 5,75% EUR: de 0,125% a 4,75%	USD: de 0,125% a 5% EUR: de 0,125% a 4,5%	USD: de 0,125% a 5% EUR: de 0,125% a 4,5%
Cupón promedio	USD: 4,15% EUR: 3,26%	USD: 3,87% EUR: 3,28%	USD: 3,75% EUR: 3,11%
Primera amortización	15/7/2025	15/7/2025	4/3/2025
Frecuencia de amortización	Semestral	Semestral	Semestral
Cantidad de cuotas de amortización	de 5 a 36 cuotas	de 10 a 44 cuotas	de 10 a 44 cuotas
Vida promedio (años)	12,8	11,7	11,4
Indenture	*Indenture* 2005 para todos los bonos nuevos	Mantiene *indentures* originales	Mantiene *indentures* originales
Quita nominal	1% para los nuevos bonos 2036 y 2045, sin quita para el resto	2% para los nuevos bonos 2030 y 3% para 2035 y 2046, sin quita para el resto	3% para los nuevos bonos 2030, 2035 y 2046, sin quita para el resto

FUENTE: OPC.

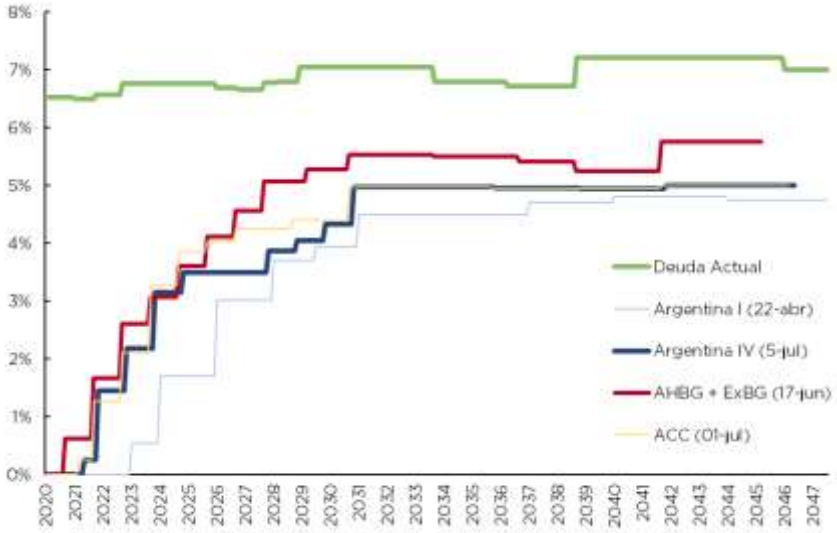
[8] Ver comunicado de prensa.

La nueva oferta tiene un cupón promedio de 3,75% para los bonos en dólares y 3,11% para los bonos en euros, superiores a los de la oferta original del 22 de abril de 3,15% y 2,26%, respectivamente (Gráfico 1).

GRÁFICO 1

CUPÓN DE INTERESES PROMEDIO

BONOS DENOMINADOS EN USD



FUENTE: OPC.

VALUACIÓN DE LA OFERTA

Asumiendo un *exit yield* de 10%, la nueva propuesta tiene un valor estimado a la fecha de liquidación de entre USD53 y USD61 para los bonos en dólares, con un promedio de USD54,4. Dicho valor incluye el diferencial de reconocimiento de intereses corridos que recibirían sólo los bonistas que adhieran voluntariamente a la operación, que tiene un valor estimado promedio de USD1,2. La nueva oferta implica una mejora de alrededor de USD14 con respecto a la propuesta original.

Por otro lado, la última propuesta del grupo de acreedores ACC tiene un valor promedio de USD56,9 para los bonos en dólares, mientras que la oferta del grupo AHBG/EBG tiene un valor estimado de USD62,1 sin considerar el instrumento contingente (*value recovery instrument*, VRI) vinculado al crecimiento del PIB (Cuadro 2).

CUADRO 2

VALUACIÓN DE LAS PROPUESTAS

SUPUESTO DE EXIT YIELD: 10%; VALUACIÓN AL 4/9/2020

Propuestas	Valor Presente promedio cada VN 100	
	Bonos en USD	Bonos en EUR
Deuda actual	87,3	82,4
Últimas propuestas		
Argentina IV (5-jul)	54,4	50,8
AHBG/EBG (14-jun)	62,1 + VRI (PIB)	55,6 + VRI (PIB)
ACC (1-jul)	56,9	53,2

FUENTE: OPC.

PERFIL DE VENCIMIENTOS

La nueva oferta argentina implica pagos de amortizaciones e intereses por aproximadamente USD4.000 millones en el período 2020-2024 y USD42.400 millones en el período 2020-2030, que se comparan con pagos por USD31.100 millones y USD72.500 millones en el perfil de vencimientos actual de los bonos elegibles, respectivamente.

La diferencia con respecto a la última propuesta de AHBG/EBG está concentrada en los primeros años, en parte debido a que dicha oferta incluye un pago en efectivo a la fecha de liquidación por la mitad de los intereses corridos de los bonos elegibles.

CUADRO 3

PERFIL DE VENCIMIENTOS

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
Perfil actual	31.127	72.541	66.316	60.068	126.385
Últimas propuestas					
Argentina IV (5-jul)	3.959	42.405	67.866	23.798	91.664
AHBG/EBG (14-jun) [1]	7.801	44.005	67.392	36.169	103.561
ACC (1-jul)	4.058	46.144	68.032	26.309	94.342

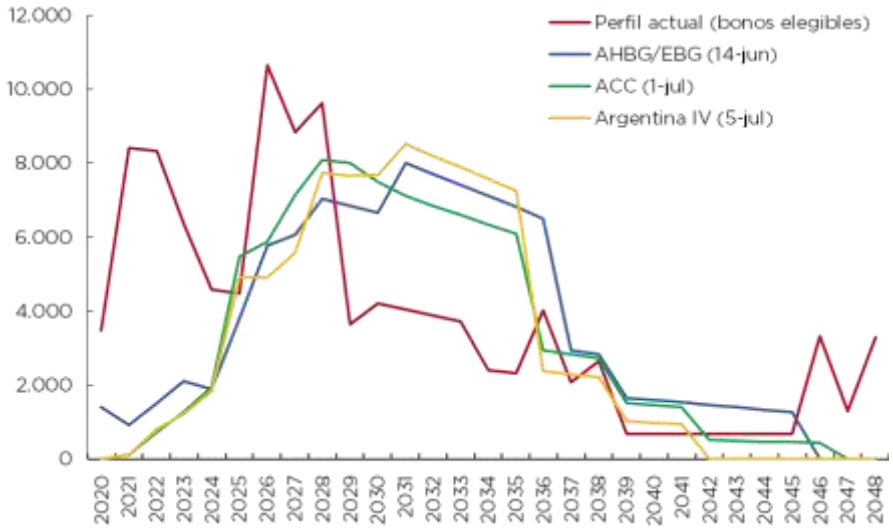
[1] No incluye pagos por los instrumentos contingentes vinculados al PIB (VRI). Incluye pago en efectivo por la mitad de los intereses corridos.

FUENTE: OPC.

GRÁFICO 2

PERFIL DE VENCIMIENTOS

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



Nota: no incluye pagos de los instrumentos vinculados al PIB. La contrapropuesta de AHBG/EBG incluye el pago en efectivo en 2020 por la mitad de los intereses corridos de los bonos elegibles.

FUENTE: OPC.

ANEXO

VALOR DE LAS PROPUESTAS PARA CADA BONO ELEGIBLE

MONTOS CADA 100 VALORES NOMINALES; SUPUESTO DE EXIT YIELD: 10%; VALUACIÓN AL 4/9/2020

Bonos elegibles en USD	Argentina IV (5-jul)			ACC (1-jul)	AHBG/EBG (14-jun)
	Con intereses corridos hasta el 22/4	Intereses corridos 22/4 al 4/9	Total		
BIRAD 2021	54,1	1,3	55,4	60,1	67,3
BIRAD 2022	53,0	1,1	54,1	58,8	64,2
BIRAD 2023	53,0	0,9	53,9	58,5	64,3
BIRAD 2026	53,4	1,4	54,8	57,7	64,1
BIRAD 2027	52,3	1,3	53,6	56,4	61,0
BIRAD 2028 (ene)	52,3	1,1	53,4	56,2	59,6
BIRAD 2028 (jul)	52,5	1,2	53,7	56,6	60,1
BIRAD 2036	52,5	1,3	53,9	56,7	60,5
BIRAD 2046	53,1	1,4	54,5	55,9	62,2
BIRAD 2048	52,1	1,3	53,4	54,7	60,1
BIRAD 2117	52,3	1,3	53,6	54,9	60,5
DISCOUNT USD	59,2	1,6	60,8	60,4	66,6
PAR USD	51,9	0,7	52,6	52,8	57,4
Promedio	**53,2**	**1,2**	**54,4**	**56,9**	**62,1**

Bonos elegibles en CHF/EUR	Argentina IV (5-jul)			ACC (1-jul)	AHBG/EBG (14-jun)
	Con intereses corridos hasta el 22/4	Intereses corridos 22/4 al 4/9	Total		
BIRAE 2022	50,4	0,7	51,1	55,2	58,4
BIRAE 2023	50,3	0,6	50,9	55,0	56,6
BIRAE 2027	48,5	0,9	49,4	51,9	53,9
BIRAE 2028	48,5	0,9	49,5	51,9	51,7
BIRAE 2047	48,5	1,1	49,6	51,4	53,4
BIRAF 2020	50,7	0,6	51,3	55,4	60,6
DISCOUNT EUR	54,8	1,4	56,2	56,0	60,1
PAR EUR	48,2	0,6	48,8	49,0	50,0
Promedio	**50,0**	**0,8**	**50,8**	**53,2**	**55,6**

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