



PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS BAJO LEY EXTRANJERA ACUERDO CON PRINCIPALES GRUPOS DE ACREEDORES

Director General
Marcos Makón

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

Analistas
Florencia Calligaro – Eugenia Carrasco – Federico Cuba

Publicaciones de la OPC

La Oficina de Presupuesto del Congreso de la Nación fue creada por la Ley 27.343 para brindar soporte al Poder Legislativo y profundizar la comprensión de temas que involucren recursos públicos, democratizando el conocimiento y la toma de decisiones. Es una oficina técnica de análisis fiscal que produce informes abiertos a la ciudadanía. Este informe no contiene recomendaciones vinculantes.

www.opc.gob.ar

6 de agosto de 2020

ISSN 2683-9598

Índice de contenidos

Descripción de la propuesta.....	3
Valuación de la oferta	5
Perfil de vencimientos.....	6
Próximos pasos.....	8
Anexo	10

Índice de cuadros

Cuadro 1. Principales características de la propuesta acordada	4
Cuadro 2. Perfil de vencimientos de la reestructuración	8
Cuadro A1. Valor de las propuestas de Argentina para cada bono elegible	10
Cuadro A2. Bonos elegibles para el canje.....	11

Índice de gráficos

Gráfico 1. Cupón de intereses promedio	5
Gráfico 2. Valor estimado de las sucesivas propuestas	6
Gráfico 3. Perfil de vencimientos de los títulos emitidos bajo ley extranjera	7
Gráfico 4. Perfil de vencimientos de la reestructuración ley local y extranjera	8

El martes 4 de agosto el Gobierno anunció un acuerdo con los principales grupos de tenedores de bonos emitidos bajo ley extranjera para reestructurar dichos títulos.¹ El acuerdo negociado con los grupos *Ad Hoc Bondholder Group (AHBG)*, *Argentina Creditor Committee (ACC)* y *Exchange Bondholder Group (EBG)* implica una modificación a los términos de la última oferta argentina presentada el 6 de julio.

Se prevé que la propuesta revisada en base al acuerdo sea formalmente presentada en los próximos días ante el organismo regulador de valores de EE.UU. (*Securities and Exchange Commission, SEC*). La fecha límite para que los acreedores acepten la propuesta fue postergada del 4 al 24 de agosto, en tanto que la fecha de liquidación de la operación se mantiene sin cambios el 4 de septiembre.

Descripción de la propuesta

El acuerdo mantiene las principales características de la última propuesta argentina², que apunta a canjear 21 series de bonos con un monto elegible total de USD66.072 millones (alrededor de 20% de la deuda pública bruta). Los cambios con respecto a la última oferta son:

- Se adelantan las fechas de pago de los nuevos bonos, del 4 de marzo y 4 de septiembre al 9 de enero y 9 de julio de cada año. Los nuevos bonos comienzan a pagar intereses en julio de 2021 y no en septiembre de ese año.
- Se adelanta la fecha de inicio de los pagos de amortizaciones para los nuevos bonos con vencimiento en 2030, de marzo de 2025 a julio de 2024.
- Se anticipa la fecha de inicio de los pagos de amortizaciones para los nuevos bonos con vencimiento en 2038, de marzo de 2028 a julio de 2027.
- Se adelanta un año, de 2030 a 2029, el vencimiento del bono en dólares o euros que se entrega como reconocimiento de los intereses corridos de los bonos elegibles.
- Se cambian las condiciones para que los tenedores puedan cambiar sus bonos elegibles en euros y francos suizos por nuevos bonos en dólares. En particular, se establece que para la conversión se utilizará el tipo de cambio del 6 de agosto³. Adicionalmente, se adaptan los límites de emisión establecidos para los nuevos bonos con vencimiento en 2030 y 2035 para contemplar el pase entre monedas.
- Argentina se compromete a modificar “ciertos aspectos” de las Cláusulas de Acción Colectivas (CACs)⁴ en los documentos de emisión de los nuevos bonos para incorporar algunas propuestas de los acreedores, sujeto al apoyo de la comunidad internacional. Por el momento no se difundieron detalles de dichas modificaciones.

¹ Ver [comunicado de prensa](#) del Ministerio de Economía.

² Para más información sobre la propuesta de principios de julio ver nuestro [informe](#).

³ Al 5 de agosto, el tipo de cambio es de 1,19 dólares por euro. Esta relación de canje resulta más atractiva que la oferta anterior, en la que el tipo de cambio estaba fijado en 1,08 dólares por euro.

⁴ 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.

Cuadro 1. Principales características de la propuesta acordada

	Acuerdo (04-ago)
Bonos elegibles	21 bonos (13 en USD, 7 en EUR y 1 en CHF) por USD66.072 millones
Bonos en reconocimiento del capital	10 (5 en USD y 5 en EUR)
Vencimientos	2030, 2035, 2038, 2041 y 2046
Tratamiento de intereses corridos	Entrega de bonos USD y EUR 2029, cupón 1% para USD y 0,5% para EUR, con <i>indenture</i> 2016
Instrumento contingente	No incluye
Primer pago de intereses	09/07/2021
Frecuencia de pago intereses	Primer cupón irregular y luego semestral
Incremento de tasa de cupón (<i>step up</i>)	USD: de 0,125% a 5% EUR: de 0,125% a 4,5%
Cupón promedio	USD: 3,75% EUR: 3,11%
Primera amortización	09/07/2024
Frecuencia de amortización	Semestral
Cantidad de cuotas de amortización	de 10 a 44 cuotas
Vida promedio (años)	11,1
<i>Indenture</i> ⁵	Mantiene <i>indentures</i> originales
Quita nominal	3% para los nuevos bonos 2030, 2035 y 2046, sin quita para el resto

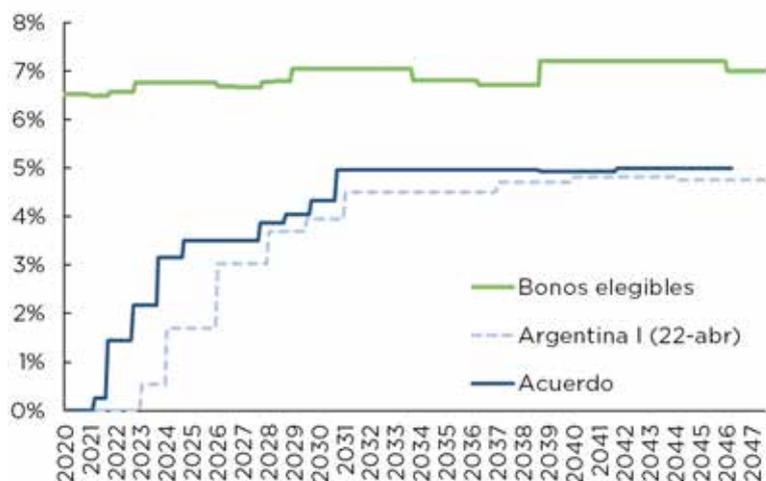
FUENTE: OPC.

El acuerdo mantiene sin cambios la tasa de cupones respecto a la última oferta realizada, adelantando dos meses el pago de todos ellos. El cupón promedio continúa siendo 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). En comparación, el cupón promedio de los bonos elegibles para el canje es de 6,91% para los títulos en dólares y 5,64% para los títulos en euros y francos suizos.

⁵ El *trust indenture* 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.

Gráfico 1. Cupón de intereses promedio

Bonos denominados en USD



FUENTE: OPC.

Valuación de la oferta

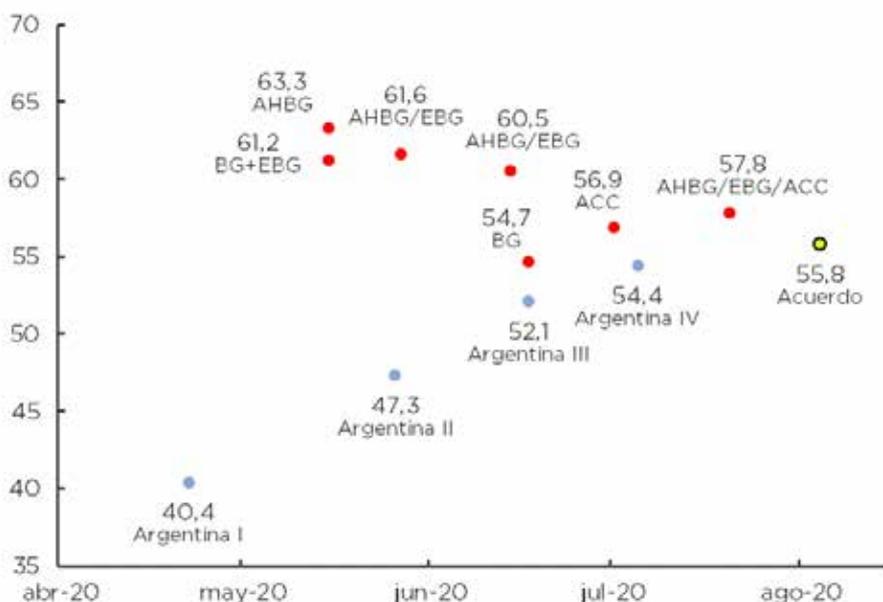
Asumiendo un *exit yield*⁶ de 10%, el acuerdo tiene un valor estimado a la fecha de liquidación de entre USD55 y USD63 para los bonos en dólares, con un promedio de USD55,8 por cada USD100 de valor nominal elegible. Dicho valor incluye el diferencial de reconocimiento de intereses corridos que recibirían solo los bonistas que adhieran voluntariamente a la operación, que tiene un valor estimado promedio de USD1,4. El acuerdo implica una mejora de USD1,4 con respecto a la última propuesta oficial de principios de julio (Argentina IV) y de alrededor de USD15 con respecto a la propuesta original (Argentina I) del 22 de abril (Gráfico 2). Por su parte, la quita en valor presente es de 29% para los bonos en dólares.⁷

⁶ En una operación de reestructuración, el *exit yield* representa la expectativa del rendimiento que tendrán los activos involucrados una vez concluida la operación. Se utiliza como tasa de descuento para determinar el valor presente de los nuevos títulos.

⁷ La quita en valor presente se computa comparando el valor de los nuevos bonos y de los bonos elegibles, ambos valuados a la misma tasa de descuento. Ver [Sturzenegger y Zettlemeyer \(2005\)](#).

Gráfico 2. Valor estimado de las sucesivas propuestas

Promedio para bonos en USD cada 100VN; supuesto de *exit yield*: 10%; de acuerdo a fecha de publicación de las propuestas



Nota: Los valores estimados no incluyen instrumentos contingentes vinculados al PIB o exportaciones.

FUENTE: OPC.

Perfil de vencimientos

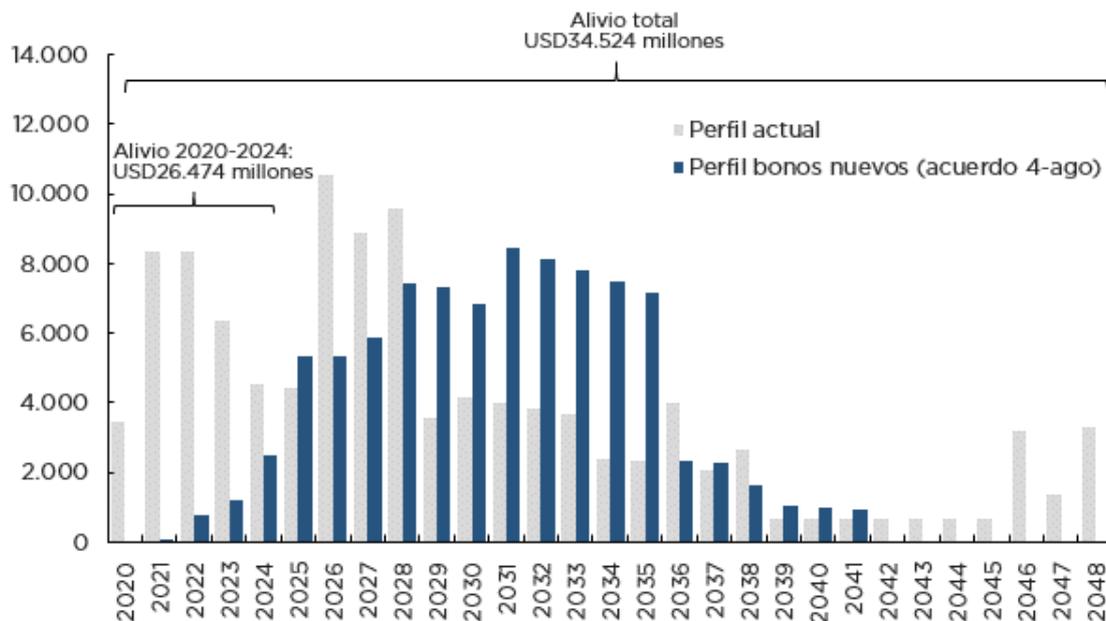
Bajo el supuesto de que se canjea el total del monto elegible, los nuevos bonos generarían pagos de amortizaciones e intereses por aproximadamente USD4.600 millones en el período 2020-2024 y USD42.700 millones en el período 2020-2030, que se comparan con pagos por USD31.100 millones y USD72.200 millones en el perfil de vencimientos actual de la deuda elegible, respectivamente (Gráfico 3 y Cuadro 2).

Con respecto a la última propuesta argentina, los vencimientos del acuerdo para el período 2020-2024 aumentan en aproximadamente USD679 millones debido al adelantamiento de las cuotas de amortización de los bonos con vencimiento en 2030.

El acuerdo implica una quita de 61% en la carga total de intereses a lo largo de la vida de los títulos. El canje establece una quita nominal de capital de 1,9% en promedio (algunos de los bonos nuevos se emiten con quita de 3%, y el resto sin quita). Sin embargo, considerando también la emisión de bonos en reconocimiento de los intereses corridos, la operación implicaría un aumento en 2,3% en el stock de deuda considerado.

Gráfico 3. Perfil de vencimientos de los títulos emitidos bajo ley extranjera

En millones de USD; incluye amortización e intereses



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. El perfil de la deuda actual incluye los intereses vencidos no pagados por USD1.670 millones.

FUENTE: OPC.

Por otro lado, si además consideramos la reestructuración de los títulos denominados en dólares emitidos bajo legislación argentina⁸, que abarca deuda intra sector público, los servicios de la deuda se reducen aproximadamente USD56.100 millones en el período 2020-2024, lo que representa una disminución acumulada de las necesidades brutas de financiamiento de 13,2% del PIB (en promedio 2,6% del PIB cada año). Para el período 2020-2030, la diferencia acumulada es de USD49.000 millones (Cuadro 2 y Gráfico 4). El stock de la deuda elegible para ambos procesos de reestructuración representa alrededor de 33% de la deuda pública total, incluyendo tenencias intra sector público (BCRA, FGS, etc.).

⁸ El 4 de agosto el Congreso sancionó una ley para reestructurar los títulos públicos en dólares con legislación argentina, en las mismas condiciones que los bonos con legislación extranjera.

Cuadro 2. Perfil de vencimientos de la reestructuración

En millones de USD; incluye reconocimiento de intereses corridos al 4/9/2020

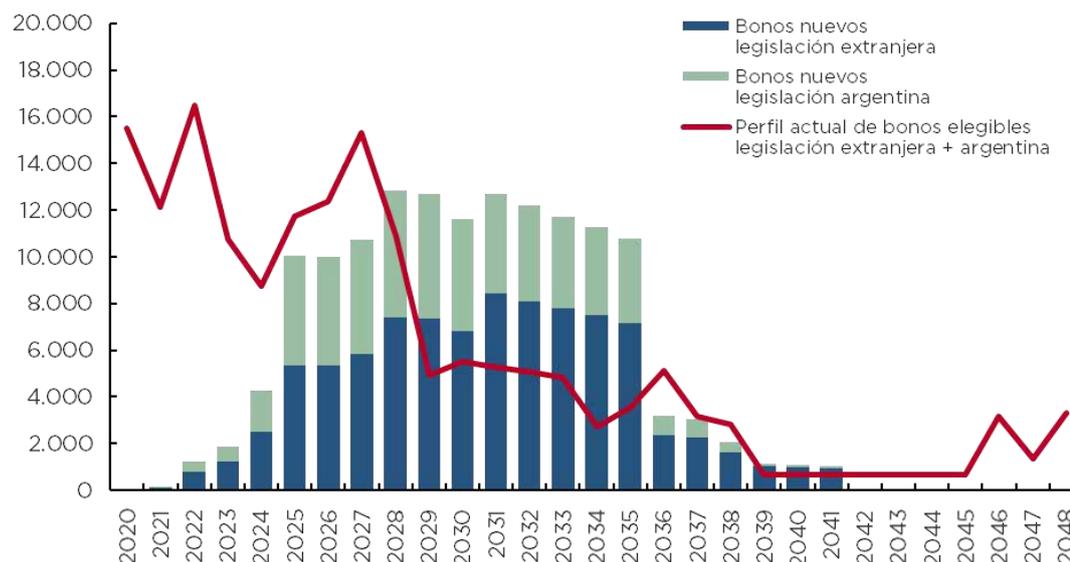
	2020-2024	2020-2030	Perfil total (2020-2117)		
	Servicios totales	Servicios totales	Principal	Intereses	Servicios totales
Perfil actual de los títulos elegibles (I)	63.602	124.345	107.789	77.344	185.132
Legislación extranjera	31.064	72.245	66.072	59.239	125.310
Legislación argentina	32.538	52.101	41.717	18.105	59.822
Nuevo perfil con acuerdo del 4-ago (II)	7.498	75.384	110.614	34.956	145.570
Legislación extranjera	4.590	42.692	67.596	23.191	90.787
Legislación argentina	2.908	32.691	43.018	11.765	54.784
Diferencias (I - II)	56.104	48.962	-2.826	42.388	39.562
Legislación extranjera	26.474	29.552	-1.524	36.048	34.524
Legislación argentina	29.630	19.409	-1.301	6.340	5.038

Nota: el perfil de la deuda actual incluye los intereses vencidos no pagados de los títulos elegibles emitidos bajo legislación extranjera por USD1.670 millones.

FUENTE: OPC.

Gráfico 4. Perfil de vencimientos de la reestructuración ley local y extranjera

Incluye amortización e intereses; en millones de USD



Nota: el perfil de la deuda actual incluye en 2020 los intereses vencidos no pagados de los títulos elegibles emitidos bajo legislación extranjera por USD1.670 millones.

FUENTE: OPC.

Próximos pasos

Una vez que la propuesta revisada sea formalmente presentada ante la SEC, todos los tenedores de la deuda elegible (los miembros de los principales grupos y el resto de los bonistas) tendrán plazo hasta el 24 de agosto para aceptar los términos y condiciones de la operación.

La oferta tiene un umbral mínimo de participación como condición para la efectivización del canje. En particular, se requiere que i) acepte 66,6% del monto total de bonos elegibles, o ii) considerando cada *indenture* (2005 y 2016) por separado, acepte el 50% del monto elegible o se logre aplicar las CACs sobre el 60% del monto elegible de cada *indenture*.

Una vez alcanzado el umbral mínimo, el nivel de aceptación de la propuesta determinará si se alcanzan las mayorías necesarias para ejecutar las CACs para incluir en el canje al 100% de los acreedores y así evitar que queden *holdouts* con posibilidades de litigar⁹. La oferta mantiene la posibilidad de reagrupar distintas series de bonos para el cálculo de las mayorías requeridas en las CACs.

Cabe destacar que los tres grupos de acreedores que negociaron el acuerdo, junto con otros acreedores que darían su apoyo, declararon tener el 60% de los bonos elegibles emitidos bajo el *indenture* 2005 y 51% de los bonos del *indenture* 2016.

De acuerdo a declaraciones del Ministro de Economía, el Gobierno espera lograr una alta participación de los acreedores, suficiente como para que se activen las cláusulas de acción colectiva.

De acuerdo al cronograma vigente, los resultados se darán a conocer a partir del 28 de agosto, y la operación de canje se liquidaría el 4 de septiembre.

⁹ Para ejecutar las CACs se puede optar por un método de serie individual, que exige la aceptación del 75% del capital de cada serie de bonos, o por un método de series múltiples, que para los títulos con *indenture* 2005 exige aceptación de 85% del capital agregado de todas las series y por lo menos 66,6% del capital de cada serie, y para los bonos con *indenture* 2016 exige la aprobación de 66,6% del capital agregado y por lo menos 50% de cada serie.

Anexo

Cuadro A1. Valor de las propuestas de Argentina para cada bono elegible

Montos cada 100 valores nominales; supuesto de *exit yield*: 10%.

Bonos elegibles en USD	Argentina I (22-abr)	Argentina II (26-may)	Argentina III (17-jun)	Argentina IV (5-jul)	Acuerdo (4-ago)
BIRAD 2021	42,0	48,7	53,3	55,4	57,2
BIRAD 2022	42,0	47,9	52,1	54,1	55,7
BIRAD 2023	42,0	47,9	51,9	53,9	55,5
BIRAD 2026	39,3	47,1	52,6	54,8	56,2
BIRAD 2027	39,3	46,3	51,4	53,6	54,8
BIRAD 2028 (ene)	39,3	46,3	51,3	53,4	54,6
BIRAD 2028 (jul)	39,3	46,5	51,6	53,7	54,9
BIRAD 2036	39,3	46,5	51,7	53,9	55,1
BIRAD 2046	39,0	47,1	51,8	54,5	55,7
BIRAD 2048	39,0	46,4	50,7	53,4	54,5
BIRAD 2117	39,0	46,5	50,9	53,6	54,7
DISCOUNT USD	43,6	51,2	56,6	60,8	62,8
PAR USD	42,3	46,7	50,7	52,6	53,4
Promedio	40,4	47,3	52,1	54,4	55,8

Bonos elegibles en EUR/CHF	Argentina I (22-abr)	Argentina II (26-may)	Argentina III (17-jun)	Argentina IV (5-jul)	Acuerdo (4-ago)
BIRAE 2022	38,5	42,5	49,2	51,1	52,7
BIRAE 2023	38,5	42,5	49,1	50,9	52,5
BIRAE 2027	38,5	39,7	46,9	49,4	50,5
BIRAE 2028	36,1	39,7	46,9	49,5	50,6
BIRAE 2047	36,6	40,2	46,9	49,6	50,7
BIRAF 2020	33,5	42,8	49,4	51,3	52,8
DISCOUNT EUR	37,7	44,5	52,1	56,2	58,2
PAR EUR	35,8	40,3	47,2	48,8	49,6
Promedio	36,9	41,5	48,5	50,8	52,2

FUENTE: OPC.

Cuadro A2. Bonos elegibles para el canje

	Bono	Moneda	ISIN	VNA en millones de moneda de origen
Indenture 2005	PAR USD 2038 (2005)	USD	US040114GK09	4.939
	PAR USD 2038 (2010)	USD	XS0501195647	93
	PAR USD 2038 (2010')	USD	XS0501195720	2
	PAR EUR 2038 (2005)	EUR	XS0205537581	5.035
	PAR EUR 2038 (2010)	EUR	XS0501195993	1.427
	PAR EUR 2038 (2010')	EUR	XS0501196025	11
	DISCOUNT USD 2033 (2005)	USD	US040114GL81	3.858
	DISCOUNT USD 2033 (2010)	USD	XS0501194756	1.227
	DISCOUNT USD 2033 (2010')	USD	XS0501195050	8
	DISCOUNT EUR 2033 (2005)	EUR	XS0205545840	3.108
	DISCOUNT EUR 2033 (2010)	EUR	XS0501195134	2.657
	DISCOUNT EUR 2033 (2010')	EUR	XS0501195308	5
Indenture 2016	BIRAF 2020	CHF	CHO361824458	400
	BIRAD 2021	USD	US040114GW47 USPO4808AA23	4.484
	BIRAE 2022	EUR	XSI503160225	1.250
	BIRAD 2022	USD	US040114HK99 USPO4808AL87	3.250
	BIRAD 2023	USD	US040114HP86	1.750
	BIRAE 2023	EUR	XSI715303340	1.000
	BIRAD 2026	USD	US040114GX20 USPO4808AC88 US040114GS35	6.455
	BIRAE 2027	EUR	XSI503160498	1.250
	BIRAD 2027	USD	US040114HL72 USPO4808AM60	3.750
	BIRAD 2028 (ene)	USD	US040114HQ69	4.250
	BIRAE 2028	EUR	XSI715303779	1.000
	BIRAD 2028 (jul)	USD	US040114HF05 USPO4808AJ32	965
	BIRAD 2036	USD	US040114HG87 USPO4808AK05 US040114HE30	1.727
	BIRAD 2046	USD	US040114GY03 USPO4808AE45 US040114GU80	2.618
	BIRAE 2047	EUR	XSI715535123	750
	BIRAD 2048	USD	US040114HR43	3.000
BIRAD 2117	USD	USPO4808AN44 US040114HM55 US040114HN39	2.689	

Nota: de acuerdo al prospecto de la operación, el valor nominal elegible total, expresado en dólares, asciende a USD66.072 millones. Según las estadísticas de la Secretaría de Finanzas el monto en circulación total de dichos títulos es de USD67.225 millones.

FUENTE: OPC.

