

Canje de deuda soberana: entrar o no entrar, esa es la cuestión

Argentina lanzó una oferta de canje de sus bonos soberanos en moneda extranjera bajo legislación internacional con vencimiento el 8 de mayo próximo. Hacemos un rápido repaso de la mecánica y luego mencionamos elementos a tener en cuenta para la decisión de participar. Para simplificar, nos concentramos en bonos en USD, teniendo en cuenta que aquellos en otras monedas extranjeras se presentan con la misma lógica.

Mecánica

Se consideran por separado los bonos según los *Indentures* sean de 2005 (“In05”, que abarca los Pares y los Discounts) o 2016 (“In16”, que incluye a los Globales). En el caso del In05, se requieren mayorías del 66 $\frac{2}{3}$ % de participación del valor nominal de cada serie y 85% de la agregación de las series -double limb- para extender la aplicación de los términos a todos los participantes de cada clase. Bajo el In16, los Globales, se establece un mínimo de 50% de cada serie y el 66 $\frac{2}{3}$ % para la agregación (evitando el criterio de “uniformidad” en la oferta).

En los dos casos, el Gobierno tiene la posibilidad de excluir series para calcular las mayorías (ej, que no se logre más del 50% de una serie de Globales, pero, excluido ese bono particular, con los restantes se dé la agregación con más del 66 $\frac{2}{3}$ % y más de la mitad requeridos).

Los bonos a recibir en el canje son 5, de los cuales 2 están asignados a los del In05 (2030 y 2036), otros 2 a los del In16 (2039 y 2043) y 1

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

para ambos (2047). Este último tiene menor valor presente y otras características que lo harían menos atractivo.

Bonos elegibles - Indenture 2005/10

	Capital (USD MM equiv)*	Nivel de prioridad para asignación
Discount NY - 2005	3.938	n/a
Discount NY - 2010	1.227	n/a
Discount NY - 2010	8	n/a


Nuevos bonos - Indenture 2016

	Emisión
New 2039 142 c/100 nominal original	Sin límite
New 2043 142 c/100 nominal original	Sin límite
New 2047 133 c/100 nominal original	Sin límite

Par NY - 2005	5.006	n/a
Par NY - 2010	93	n/a
Par NY - 2010	2	n/a



New 2043 100 c/100 nominal original	Sin límite
New 2047 95 c/100 nominal original	Sin límite

Discount EUR - 2005	3.376	n/a
Discount EUR - 2010	2.886	n/a
Discount EUR - 2010	5	n/a



New 2039 137 c/100 nominal original	Sin límite
New 2043 137 c/100 nominal original	Sin límite
New 2047 131 c/100 nominal original	Sin límite

Par EUR - 2005	5.470	n/a
Par EUR - 2010	1.550	n/a
Par EUR - 2010	12	n/a



New 2043 100 c/100 nominal original	Sin límite
New 2047 95 c/100 nominal original	Sin límite

Total	23.573	-
--------------	---------------	----------

* Con propositos de votación

Fuente: MECON

Bonos elegibles - Indenture 2016

	Capital (USD MM equiv)*	Nivel de prioridad para asignación
Global USD 21	4.484	1
Global USD 22	3.250	1
Global USD 23	1.750	1
Global USD 26	6.455	2
Global USD 27	3.750	2
Global USD 28 5,875%	4.250	2
Global USD 28 6,625%	1.000	2
Global USD 36	1.727	2


Nuevos bonos - Indenture 2016

	Emisión
New 2030 88 c/100 nominal original	11.400
New 2036 95 c/100 nominal original	20.700
New 2047 95 c/100 nominal original	Sin límite

Global USD 46	2.168	3
Global USD 48	3.000	3
Global USD 117	2.689	3



New 2036 95 c/100 nominal original	20.700
New 2047 95 c/100 nominal original	Sin límite

Global EUR 22	1.358	1
Global EUR 23	1.086	1
Global EUR 27	1.358	2
Global EUR 28	1.086	2
Global EUR 47	815	3



New 2030 82 c/100 nominal original	3.200
New 2036 95 c/100 nominal original	2.700
New 2047 95 c/100 nominal original	Sin límite

Global CHF 20	412	1
---------------	-----	---



New 2030 78 c/100 nominal original	Sin límite
New 2036 90 c/100 nominal original	Sin límite
New 2047 90 c/100 nominal original	Sin límite

TOTAL	40.638	-
--------------	---------------	----------

* Con propositos de votación

Fuente: MECON

Se debe notar que hay quitas de capital en algunos canjes (en la “caja” de la derecha, nominales de nuevos bonos por cada 100 de bonos elegibles) y límites a la emisión de los 2030 y 2036 -tanto en USD como en EUR. Dados estos límites, se diseñó un mecanismo de prioridades de asignación en forma de “cascada”, que van de 1 a 3, como se muestra

MONITOR SEMANAL

en la “caja” de la izquierda.

Todos los nuevos bonos, salvo el 2047, tienen la cláusula RUFO (*Rights Upon Future Offers*). Es el derecho a que, si en el futuro Argentina voluntariamente hiciese una oferta mejorada de recompra o canje de los bonos elegibles de la actual oferta, los tenedores de bonos con dicha cláusula puedan exigir que se les extienda esa mejora. El derecho tiene una vigencia de 5 años desde la fecha de aceptación de la presente oferta.

Tampoco se reconocen los intereses devengados, pero no pagados, a la fecha del canje de cada bono.

Por último, la adhesión a la oferta implica aceptar las condiciones de los nuevos bonos, independientemente que se logren las mayorías para forzar el canje a todos los acreedores de bonos elegibles. Los nuevos bonos no tienen cláusula de *cross-default* con los bonos elegibles o aquellos emitidos previo a la fecha del canje.

Valuación de los nuevos bonos

Según la estructura de los nuevos bonos y bajo distintos supuestos de *exit yield*, en la tabla que sigue vemos la valuación de cada grupo de bonos.

Indenture 2005			
Exit yield			
Bono	8%	10%	12%
2039 USD	53,1	42,3	33,9
2043 USD	60,5	48,0	38,4
2047 USD	54,3	42,6	33,9
Promedio*	56,0	44,3	35,4

Indenture 2016			
Exit yield			
Bono	8%	10%	12%
2030 USD	48,2	41,2	35,3
2036 USD	47,3	37,5	29,9
2047 USD	51,6	40,5	32,2
Promedio	49,0	39,7	32,4

*Promedio simple. No incluye los intereses corridos no pagados

MONITOR SEMANAL

Si se lograsen las mayorías respectivas, el Gobierno entregaría a bonos 2047 a tenedores que no adhirieron del canje, sean de los Globales, Discounts o Pares. En términos de valuación, el 2047 y el 2039 tienen menor Valor Presente Neto usando tasas de descuento del 12% anual.

Algunas consideraciones

- Aceptar la Oferta significa tener la oportunidad de elegir la opción que se considere más favorable y evitar caer en la categoría residual, apoyando la expresión de lo expuesto por las autoridades. También estaría la posibilidad de participar en mejoras de ofertas futuras, si estuviesen enmarcadas dentro de lo estipulado en la cláusula RUFO.
- Varios de los tenedores de bonos que objetan la oferta mencionan que quienes participen estarían entregando derechos – difíciles de monetizar-, incluyendo intereses devengados, futuros cupones más altos y la posibilidad de “acelerar” el capital, contra un bono que no estaría *defaulteado* pero tampoco pagaría servicios por un período considerable.
- También se objetan los cambios legales, dado que al canjear bonos “In05” por los nuevos bonos, se renuncia a ese Indenture y se aceptan las condiciones del “In16”.
- En cualquier caso, cabe preguntarse cuál sería la respuesta de Argentina ante un escenario de baja adhesión:
 1. Aceptar el canje, aún con bajo grado de adhesión.
 2. Reconsiderar la oferta
 3. Pagar el 22/5 y no entrar en default sobre este tipo de títulos (improbable)
 4. Decidir ir a hard-default.

MONITOR SEMANAL

- En términos de precios de los nuevos bonos siguiendo el orden de los escenarios planteados:

1. Bajos para todos (los que entraron y los que no),
2. Siguen a este nivel o mejorarían.
3. No habría tanta diferenciación entre unos y otros, pero unos habrían cobrado y otros no.
4. Todos caen y se solucionará algún día...

Es importante mencionar que tasas de descuento post canje de los niveles presentados en el ejercicio previo incorporan una probabilidad baja de un *default*. Si ello no ocurriera, la tasa de descuento post canje sería inicialmente bastante más alta.

- Ante estas alternativas, nos preguntamos cuál es el beneficio para el emisor de aceptar el canje con baja adhesión. Se podría decir que sirve como precedente, pero no resuelve el problema: Argentina entraría en default. Además, puede aumentar la litigiosidad.

- En cualquier caso, luego, cabe la posibilidad de a. considerar reaperturas iguales o extensiones de la oferta actual si el grado de adhesión hubiese sido medio, b. mejorar la oferta si la adhesión hubiese sido baja-media, ahí aplicaría la cláusula RUFO, o c. lograr arreglos por afuera mediante terceros vehículos si la adhesión hubiese sido alta (en este caso no aplicaría la cláusula RUFO).

- Entre los aspectos a considerar en alternativas para mejorar la oferta está la de incluir un mecanismo que permita adelantar los pagos para un periodo acotado inicial (ej. 2 años), condicionados al ritmo de recuperación de la economía de las circunstancias adversas extraordinarias como la pandemia actual.

MONITOR SEMANAL

- También podrían considerarse cuestiones regulatorias, tales como tratamiento contable y elegibilidad para potencial asistencia oficial, para tenedores que operan bajo ley argentina –ej. bancos y compañías de seguros locales.
- Adicionalmente, persisten dudas sobre la capacidad de acceder a financiamiento potencial por parte del sector público internacional (ej, FMI).
- Notamos que, al día de la fecha, existe resistencia de los tenedores de deuda elegible del exterior a participar de la oferta, mientras que, en la práctica, por cuestiones administrativas se pide expresar voluntad de participación a los tenedores locales para el próximo 6 de mayo.