

# ¿Cuáles son las chances de éxito del canje?

## Resumen y conclusiones

- Los sucesos de esta semana confirman que el Gobierno abandonó la idea de una propuesta de consenso y busca formar mayoría con una propuesta “casi” unilateral. En el informe de esta semana nos proponemos indagar sobre las chances de éxito de la nueva estrategia del Gobierno, que entendemos hay que medirlo con el nivel de aceptación, la *exit yield*, el acceso al financiamiento del sector privado y la litigiosidad.
- La aceptación final será una función tanto de la mejora en el VPN de la nueva oferta del Gobierno, como también del grado de cohesión de los acreedores en sus demandas (¿se materializa el supuesto intento de ruptura de comités?), de la tenencia efectiva del Comité ACC (¿cuán importante es?) y de la composición de la tenencia que no conocemos (que es mayoría). Por el momento, y con la escasa información que contamos, pensamos que el nivel de aceptación podría estar en torno al 50%, aunque podría mejorarse con algunos movimientos de parte del Gobierno.
- Un canje con menor adhesión es un canje que termina con un *exit yield* más elevado porque hay un nivel de riesgo tanto legal, como de crédito e incluso un mayor riesgo de liquidez. Habría que “olvidarse” al menos en el corto plazo de una “*exit yield*” del 10%, y pensar más en niveles entre 12% y 14%, lo cual deja mucho menos potencial de suba desde estos niveles y explica la performance mediocre de la deuda durante esta semana. De hecho, hoy los precios descuentan la propuesta del Comité ACC de esta semana valuada al 14% (USD 39/40).
- El paso del tiempo no favorece al Gobierno, sino que incrementa los riesgos macro en el corto plazo, que ya de por sí no son menores.

**José M. Echagüe**  
Estratega

**Francisco Mattig**  
Estratega de Renta Fija

**Federico Bruno**  
Analista

**Erik Schachter**  
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de  
Ocampo 3302  
WO Barrio Parque  
Bureaux Módulo IV  
3er Piso  
C1425DFE

## ¿Cuáles son las chances de éxito del canje?

Los sucesos de esta semana confirman que el Gobierno abandonó la idea de una propuesta de consenso y busca formar mayoría con una propuesta “casi” unilateral. Así lo refleja la serie de comunicados de los últimos días, donde el grupo de Comité Ad Hoc y Exchange dijo en [un comunicado](#) que “no ha habido ningún tipo de compromiso material entre Argentina y los acreedores desde el 17 de junio (fecha de la última oferta del Gobierno)”; a lo que el Gobierno respondió con [otra declaración](#) negando haberse retirado de las negociaciones, pero dejando en claro que las mismas no venían siendo “productivas”, que lo que proponían los acreedores “no era razonable” y reiterando que su última oferta era más que “generosa” con los tenedores. Los trascendidos periodísticos también reflejan esta tensión entre el Gobierno y dicho grupo de bonistas.

En el informe de esta semana nos proponemos indagar sobre las chances de éxito de la nueva estrategia del Gobierno.

A nuestro entender, el “éxito” en el contexto de un canje parcial se mide por cuatro variables: (i) grado de aceptación (dinámico); (ii) “*exit yield*”; (iii) acceso al financiamiento del sector privado, (iv) el nivel de litigiosidad. A continuación, algunas reflexiones respecto de cómo entendemos que expresarse cada una de estas variables.

### 1) Grado de aceptación al canje

Para obtener un buen nivel de aceptación es clave acercarse lo máximo posible a las mayorías necesarias para activar las cláusulas de acción colectiva (CACs), que se ubican en el 66% para el caso de los Globales y 88% en el de los Exchange (en el caso de CACs *two limb*, es decir, en el agregado de series fijado por el Gobierno). Con esto presente, el paso siguiente es ver la composición de tenedores.

El ida y vuelta del Gobierno desde abril ha sido con cada uno de los tres comités de acreedores que se formaron, pero hay que tener presentes que solo representan alrededor del 40% de la deuda a canjearse (ver tabla en la página siguiente). Si bien es verdad que su influencia puede extenderse más allá de los límites de los integrantes del Comité, no deja de ser muy importante, pero no absolutamente determinante para lograr un nivel de adhesión parcial.

Las propuestas de los comités son las que comentamos en [nuestro informe de hace dos semanas](#), y esta semana surgió una nueva propuesta del Comité ACC.

## ¿Cuáles son las chances de éxito del canje?

### Resumen: Comités de Acreedores de Argentina

	Comités			
	Exchange*	Ad Hoc**	ACC	Total
Tenencia (USD Bn)	4.0	17.2	<5?	~25
% del total ley int'l	6%	26%	<8%?	~40%
% del total Exchange	16%	16%	0%?	~35%
% del total Globales	0%	32%	<8%?	~40%
Asesor Legal	Quinn Emmanuel Urquhart & Sullivan	White & Case LLP	UBS, Mens Sana	n/a
Miembros	Monarch, HBK, Pharo, Reedwood, VR Capital, Cyrus Capital, etc	Blackrock, Fidelity, T Rowe Ashmore, Allianc B, Blue Bay, etc	Gramercy, Fintech, Greylock, Oaktree	

\*En base a información pública del Comité Exchange

\*\*En base a último comunicado conjunto de Comité Ad Hoc + Exchange

\*\*\*No hay información pública al respecto, aproximación en base a medios.

La nueva propuesta del Comité ACC está parada en el mismo lugar en términos de valor presente neto (VPN de USD 53, muy cerca del Gobierno). La propuesta que salió ayer prácticamente no tiene cambios en términos de VPN respecto de la última del grupo. Sí hubo cambios en términos de dónde proviene el valor: se quitó el cupón atado a exportaciones, se subió levemente la quita de capital y se subieron los cupones promedios. No es una oferta demasiado descabellada, pero igualmente resta ver qué posición efectivamente tienen porque es el único Comité que no divulgó sus tenencias (se sabe que sí tienen intereses en sectores de la economía real, a diferencia del resto). El rango que podemos estimar de la posición del Comité ACC es amplio, desde USD 1 a 10 Bn (en la tabla pusimos USD 5Bn como referencia). **Claramente, cuanto mayor sea la posición efectiva de este grupo, mayores chances de tener un ratio de aceptación más elevado.**

La novedad de la propuesta de esta semana fue que, según [notas periodísticas](#), lo que busca es romper la cohesión tanto entre el Comité Exchange y el Ad Hoc, como al interior de este último, donde se muestran posiciones teóricamente más duras (Blackrock) y otras a priori más blandas. Entendemos que este punto es importante, ya que, de ser cierto y de lograrse aislar a los fondos más duros, podría ser un paso importante para una aceptación mucho mayor que devenga en menores riesgos en el corto plazo.

## ¿Cuáles son las chances de éxito del canje?

En nuestra opinión, la idea de separar al Comité Exchange del Comité Ad Hoc no es descabellada. De hecho, la oferta del Comité ACC de esta semana propone mantener el *Indenture* 2005 para los bonos del canje, lo que podría ser un atractivo para el comité Exchange que, según podemos ver en la tabla anterior, tendría alrededor de 15% de la tenencia de esos bonos. El problema es que la tenencia del Comité Ad Hoc está muy cerca de formar una posición de bloqueo, que se obtiene con el 15% de la tenencia (dado que el umbral en estos bonos es del 85%). Para eso sería importante que también haya algún grado de separación al interior de este último grupo de bonistas.

Si bien somos conscientes que la información disponible cuenta con un retraso de algunos meses y que podría ser incompleta, cuando miramos la tenencia de Blackrock en los bonos ley internacional en dólares se observa que no es una posición tan determinante (3,7% del total de las series) y que, de hecho, hay otros fondos del mismo comités con posiciones muy similares en importancia (Fidelity, Ashmore). La segunda derivada es ver en qué series se distribuye dicha posición, pero no es el punto. La idea a transmitir es que, de materializarse lo que los medios dieron a entender esta semana, y de llegar a buen puerto, sería un paso clave en pos mejorar el éxito de la transacción.

Tenencia Bonos Exchange + Globales de institucionales que reportan posiciones\*  
Fuente: Bloomberg

Acreeedores	USD M	%	Acreeedores	USD M	%
Total Reporte BBG	14,320	32.3%	Otros importantes sin comité***	1,985	4.5%
<i>Bancos</i>	641	1.4%	<i>UBS</i>	238	0.5%
<i>Fondos Real Money</i>	11,368	25.6%	<i>HSBC</i>	216	0.5%
<i>Aseguradoras</i>	733	1.7%	<i>PRUDENTIAL FINANCIAL INC</i>	238	0.5%
<i>Otros</i>	1,578	3.6%	<i>SUN LIFE FINANCIAL</i>	-	0.0%
Ppales Fondos Comité Ad Hoc**	6,016	13.6%	<i>ALLIANZ SE</i>	1,518	3.4%
<i>Blackrock</i>	1,633	3.7%	<i>ROYAL BANK OF CANADA</i>	305	0.7%
<i>Fidelity</i>	1,409	3.2%			
<i>T Rowe</i>	412	0.9%			
<i>Ashmore</i>	1,420	3.2%			
<i>Alliance B</i>	783	1.8%			
<i>Alliance ins</i>	0	0.0%			

\* no se incluyen bonos en EUR y CHF, únicamente en USD

\*\* no incluye todos los fondos del Comité Ad Hoc

\*\*\* fondos de Comité Exchange y ACC no reportan posiciones en BBG

Nota: reporte puede presentar algún retraso, pero en gral es al IT20

## ¿Cuáles son las chances de éxito del canje?

---

Pero, como dijimos, los tenedores no identificados son muchos más que los tres comités juntos. De todos ellos, no sabemos muy bien ni quiénes son efectivamente ni como se distribuyen, pero sí podemos imaginarnos las categorías de acreedores y qué comportamiento podrían llegar a tener cada una de ellas. Las enumeramos.

- a) Tenedores individuales (banca privada o, en menor medida, retail): son inversores que compraron, en su mayoría, a valor par (o muy cerca) y que su principal objetivo es salir de default para mantener un flujo de fondos previsible (o recuperar un instrumento con mercado secundario a paridades más razonables). Estos tenedores no tienen capacidad de litigar y probablemente sean los que entraron a la primer oferta (no se sabe el número exacto, pero alrededor del 10%).
- b) Inversores institucionales no agrupados en comités: pueden ser Bancos, Aseguradoras (como se ve en la tabla anterior, por ejemplo Allianz tiene una posición importante, según datos de Bloomberg), o incluso compañías de la economía real. Entendemos que ninguno de ellos debería tener, a priori, una postura demasiado dura. También puede haber fondos “*real money*” (de pensión por ejemplo) de otras partes del mundo, donde quizás sí podría haber alguna posición más parecida a la de Blackrock (o no, imposible de saber).
- c) Hedge Funds (fondos de cobertura): son inversores institucionales pero que, al tener un mandato más flexible, de retorno total, tienen mayores chances de haber comprado bonos argentinos en niveles mucho más deprimidos (por debajo de USD 40). No deberían ser un escollo en tanto su objetivo sea hacer una diferencia financiera relativamente rápido. La presencia de fondos que buscan litigar (conocidos como “fondos buitres”) sería una muy mala noticia, pero no vemos que sea un riesgo tan material porque ya hubiésemos tenido alguna noticia al respecto porque ya estamos en default.

Cuanto mayor porcentaje de la tenencia que no conocemos este explicada por individuos con poca capacidad de litigar o hedge funds que entraron en precios por debajo de los USD 40, mayor será la posibilidad de tener una aceptación razonable.

Recomendamos ver la tabla en la próxima página para un poco más de claridad al respecto.

---

## ¿Cuáles son las chances de éxito del canje?

### Estimación de composición de tenedores de deuda elegible al canje\*

	Total Ley NY*	Externos								Locales****			
		Informan tenencias**				No informan tenencias**				FCIs Locales	Cías de Seguro	Bancos	Otros
		Fondos Real Money	Bancos	Cías de seguro	Otros***	Fondos Real Money	Hedge Funds	Banca Privada	Otros				
		USD 30.9 Bn											
Tenencia (USD Bn)	44.3	11.4	0.6	0.7	1.5	?	?	?	?	0.2	1.0	0.3	?
% del total ley NY	100%	26%	1%	2%	3%	?	?	?	?	0.3%	1.5%	0.4%	?
% del total Exchange	100%	20%	1%	1%	2%	?	?	?	?	0.2%	?	?	?
% del total Bonos Macri	100%	27%	1%	2%	4%	?	?	?	?	0.4%	?	?	?

\*Excluidos los bonos en EUR y CHF

\*\*Datos obtenidos de Bloomberg, vía la función HDS. Fecha del reporte varía en cada caso, pero en general corresponde a IIT20.

\*\*\*Gobiernos, fondos de cobertura, compañías emisoras, compañías, etc que informan sus tenencias por regulación

\*\*\*\*Estimaciones en base a CAFCI (fondos), SSN (aseguradoras) y BCRA (Bancos) tomando paridades de 40% para llevar a br de mercado a val mensual. "Otros" incluye compañías e individuos con posiciones locales.

En suma, la aceptación final será una función tanto de la mejora en el VPN de la nueva oferta del Gobierno, como también del grado de cohesión de los acreedores en sus demandas (sobre todo al interior del Comité Ad Hoc, pero también del Exchange), de la tenencia efectiva del Comité ACC y de la composición de la tenencia que no conocemos. Por el momento, y con la escasa información que contamos, pensamos que el nivel de aceptación podría estar en torno al 50%, aunque podría mejorarse con algunos movimientos de parte del Gobierno.

Visto desde una perspectiva dinámica, la aceptación del 50% es un equilibrio inestable: con un 50% de *holdouts* el acceso al financiamiento seguirá vedado y, en ese caso, cuando vuelvan a surgir los vencimientos de deuda, será tentadora para el Gobierno la opción de un nuevo default. Por eso, entendemos que es clave dejar abierta la ventana para la aceptación posterior del canje (obviamente, con un endulzante para el que entra primero). Es decir, es importante evitar una nueva ley cerrojo.

### Exit yield, financiamiento del sector privado y litigiosidad

Estos son restantes tres aspectos que determinarán el "éxito" del canje. Dado que en informes anteriores venimos hablando bastante respecto de la *exit yield* y de los aspectos legales del canje de deuda internacional, a continuación, comentamos muy brevemente cada uno de ellos.

## ¿Cuáles son las chances de éxito del canje?

En términos de la *exit yield*, venimos insistiendo hace un tiempo que, a nuestro entender, el valor estaba mucho más cercano al 12% que al 10% en el cual parecían haberse encontrado el Gobierno y los acreedores. Nuestra justificación venía por el lado de la situación macro tan compleja que avizoramos para el futuro cercano. De todos modos, ese número de *exit yield* tenía como supuesto subyacente un canje con un nivel de aceptación elevado: conceptualmente, un canje con menor adhesión es un canje que termina con un *exit yield* más elevado porque hay un nivel de riesgo tanto legal (ver próximo párrafo), como de crédito (ver último párrafo de la sección anterior) e incluso un mayor riesgo de liquidez.

Si bien nos resulta muy difícil ilustrar este punto con datos históricos (las “exit yields” o incluso los “exit spreads” de canjes anteriores dependen de un set muy amplio de variables), confiamos plenamente en esta idea. En un canje parcial con un 50% de *holdouts* la *exit yield* debería ubicarse entre 12% y 14%. A modo de referencia, la última propuesta del Comité ACC tiene un valor de USD 45 y USD 39 en esos niveles. Los precios actuales parecen descontar una oferta como ésta valuada al 14% de *exit yield*.

### VPNs\*: Oferta Comité ACC 1-jul

	8%	10%	12%	14%
AA21	65.97	57.98	51.09	45.13
A2E2	64.57	56.76	50.03	44.20
A2E3	64.42	56.63	49.91	44.10
AA26	65.74	54.27	45.10	37.73
A2E7	64.40	53.11	44.09	36.85
AL28	64.28	53.01	44.00	36.77
A2E8	64.55	53.24	44.20	36.94
AL36	64.66	53.34	44.29	37.02
AA46	63.37	52.12	43.41	36.56
AE48	62.13	51.04	42.46	35.73
AC17	62.28	51.17	42.58	35.83
DICY	69.29	57.66	48.35	40.85
PARY	62.10	51.11	42.48	35.64
<b>Promedio</b>	<b>64.72</b>	<b>54.14</b>	<b>45.65</b>	<b>38.78</b>

## ¿Cuáles son las chances de éxito del canje?

Respecto de la litigiosidad, solo vamos a mencionar brevemente dos cuestiones. Una es que, si es verdad lo trascendido esta semana y el Gobierno sigue con la determinación de utilizar el esquema Pacman de re-designación *ex post* de las series, los riesgos legales son elevados, incluso en un escenario donde se logra un canje con aceptación mayor al 50%. La propuesta de esta semana del Comité ACC propone únicamente utilizar la re-designación, siempre y cuando, la aceptación del canje sea mayor a 66%.

Otro punto importante en términos legales para tener presente es lo siguiente: no es lo mismo entrar a un canje con *holdouts* en Globales que en bonos Exchange. En los primeros la pluma legal es mucho menos capciosa y, por lo tanto, sus cláusulas *pari passu* se prestan menos para el litigio. Por eso entendemos que es importantísimo que la cohesión que se vio entre el Comité Ad Hoc y el Exchange se rompa si es que el primero sigue mostrando una posición como la que ha venido mostrando hasta el momento.

### Reflexiones finales

Como dijimos al principio del informe, la idea de abandonar una propuesta final de consenso es una mala noticia en sí misma, porque baja el umbral de aceptación que se obtendría de esa forma. De todos modos, también es cierto que el Gobierno avanzó bastante desde la primera oferta y ahora tiene muchas más chances de “encontrar algo de agua en el piletazo” que en las dos ofertas anteriores. De cualquier manera, con el nivel de información que contamos es muy difícil pensar qué nivel de aceptación podría cosechar. Nos imaginamos que se podría estar en el entorno del 50% de aceptación, pero con chances de mejorarlo si logra acercarse un poco más a los USD 55 en su nueva oferta.

Si el escenario que nos imaginamos se llega a materializar, habría que “olvidarse” al menos en el corto plazo de una “exit yield” del 10%, y pensar más en niveles entre 12% y 14%, lo cual deja mucho menos potencial de suba desde estos niveles y explica la performance mediocre de la deuda durante esta semana. De hecho, hoy los precios descuentan la propuesta del Comité ACC de esta semana valuada al 14%.



## ¿Cuáles son las chances de éxito del canje?

¿A quién favorece el paso del tiempo? Claramente, al Gobierno no. Para el Gobierno es caro no arreglar en un contexto en el cual prácticamente todos sus vecinos emiten deuda en el mercado internacional a tasas muy bajas, logrando financiar una expansión fiscal mucho más contundente que la nuestra. También impide pasar al próximo nivel en materia de negociación de deuda: la negociación con el FMI (el primero, de pesos, ya se aprobó; pero de esta manera el segundo tiene riesgos de aplazo). El encuadramiento de algún tipo de entendimiento con el organismo en un programa formal podría ser un punto de inflexión en la tasa de aceptación al canje en el futuro, siempre y cuando la ventana para aceptar siga abierta (esto es, si no hay ley cerrojo).

Igualmente, cerrar un canje con aceptación parcial, más allá de que con el tiempo pueda convertirse en un canje con aceptación mucho mayor, incrementa los riesgos macro en el corto plazo, que ya de por sí no son menores. Los riesgos de refinanciamiento del sector privado son solo uno de los tantos riesgos en una macro que va a tener que seguir emitiendo en promedio casi medio punto del PBI por mes (neto de esterilización) hasta fin de año (ver nuestro ejercicio de programación monetario en nuestro [último informe semanal](#)) y que tiene todos los condimentos para una aceleración inflacionaria (retraso de precios regulados, desanclaje de expectativas, creciente déficit cuasifiscal y una dinámica de reservas que vuelve a preocupar).

Esperamos mejores noticias la semana que viene.

**ATENCIÓN INDIVIDUOS**

Alejandro Gorostiaga  
agorostiaga@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2260

**PARTNERS COMERCIALES**

María Eugenia Campoy  
mecampoy@consultatioinvestments.com  
(54 11) 2206-2245

**ATENCIÓN MINORISTA**

Juan Pablo Petre  
jpetre@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini  
abattaglini@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2281

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2255

**INSTITUCIONALES**

Martín Deluca  
mdeluca@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2296

**ESTRATEGIA**

José Echagüe  
jechague@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2247

## Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.