

Que se rompa pero que no se doble

El Gobierno hizo pública su cuarta oferta de canje (segunda oficial ya que las dos anteriores no se presentaron a la SEC). Según el propio Gobierno, es la última que se pondrá sobre la mesa. **La propuesta tiene algunas mejoras respecto de la propuesta oficial anterior, y está muy cerca de la última propuesta del Comité ACC, pero todavía guarda una distancia importante respecto de la última propuesta conjunta del Comité Ad Hoc + Exchange** (ver tabla 1 debajo). Si bien implica un potencial de suba de 30% vs. los precios actuales (ver tabla 2 en página 3), esto es asumiendo una *exit yield* de 10%, que podría no materializarse si no se logra convencer al Comité Ad Hoc como conjunto. En ese caso, estimamos que podría haber 30%/50% de *holdouts* y la *exit yield* podría estar entre 12% y 14% (+10%/-5% de retorno esperado). **El balance riesgo retorno, sobre todo en la parte corta, parece ser atractivo y, dado que se mantiene la RUFO, y que hay endulzante para quienes entren antes del 4-ago, recomendamos aceptar la oferta de canje.**

La apuesta del Gobierno parece ser la de buscar romper, primero, la unión del Comité Exchange con el Ad Hoc, y luego el interior del Comité Ad Hoc. Lo primero es más factible que lo segundo, teniendo en cuenta las características de la última oferta. Se abre una instancia de mucha incertidumbre hasta el cierre del canje, el 4-ago, ya que hay una gran porción de los tenedores que no están identificados y que podrían aceptar, como no la oferta oficial (ver último [informe semanal](#) al respecto).

Tabla 1: Última Oferta del Gobierno vs. anteriores

	Últ Gob	AH + EBG	ACC	Ant. Gob	Última Gobierno		
	05-jul	17-jun	01-jul	17-jun	vs. AH + EBG	vs. ACC	vs. ant Gob
AA21	54.6	64.4	58.2	53.5	-9.8	-3.7	1.1
A2E2	53.3	61.0	57.0	52.3	-7.7	-3.7	1.0
A2E3	53.1	59.4	56.8	52.2	-6.3	-3.7	0.9
AA26	53.3	60.1	54.6	52.4	-6.8	-1.3	0.9
A2E7	52.1	58.5	53.4	51.2	-6.4	-1.3	0.8
A2E8	51.9	57.8	53.2	51.2	-5.9	-1.3	0.7
AL28	52.2	58.2	53.5	51.4	-6.0	-1.3	0.8
AL36	52.4	58.4	53.6	51.5	-6.0	-1.3	0.9
AA46	52.3	60.0	53.7	51.6	-7.6	-1.3	0.7
AE48	51.2	58.1	52.6	50.6	-6.8	-1.3	0.7
AC17	51.5	58.4	52.8	50.8	-7.0	-1.3	0.7
DICY	59.5	65.6	58.1	55.8	-6.1	1.4	3.7
PARY	51.4	50.8	51.2	51.0	0.6	0.2	0.3
Promedio	53.3	59.4	54.6	52.2	-6.1	-1.3	1.1

* VRI: valor de USD 1,67 para oferta Ant. Gob y USD 2,3 para Oferta AH+EBG

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Estratega de Renta Fija

Erik Schachter
Analista

Federico Bruno
Analista

La nueva propuesta muestra mejorar vs. la última oferta oficial. La oferta mejora marginalmente el cupón promedio de la oferta oficial anterior, respetando la estructura del bono *accrued* (para quienes ingresen antes del 4-ago se les reconocerá intereses devengados desde 21-abr al 4-ago), la quita de capital (3% para los Globales y 0% para los del canje), el período de gracia (aunque el primer cupón ahora es en sep-21 vs. may-21 porque se corrió la fecha del canje). En términos de VPN, la mejora que estimamos es de USD 1,1, pero ahora sin ningún instrumento de recupero de valor (VRI), con lo cual la mejora es “más cierta”.

... y se parece mucho a la del Comité ACC divulgada la semana pasada. La principal diferencia radica en los cupones: la propuesta de los acreedores plantean cupones promedio aproximadamente 50 pbs mayores. La quita de capital es prácticamente la misma: la única diferencia es un 1% de mayor quita para la parte corta. La estructura de los bonos *accrued* (el bono a entregar por los intereses devengados e impagos) es muy similar también.

Pero todavía guarda una distancia importante respecto de la última propuesta conjunta del Comité Ad Hoc y Exchange. La diferencia en los bonos de la parte corta, donde los fondos del Comité Ad Hoc tienen una participación importante, sigue siendo de casi USD 10, a pesar de que la mejora en la parte corta fue un poco mayor al de los otros tramos de Globales.

Si bien implica un potencial de suba de 30% vs. los precios actuales (ver tabla en próxima página), esto es asumiendo una exit yield de 10%, que podría no materializarse si no se logra convencer al Comité Ad Hoc como conjunto. En ese caso, estimamos que habría casi 30% de *holdouts* y la *exit yield* podría estar más cerca de 12% (+10% de retorno potencial) o incluso superior si el porcentaje de *holdouts* es mayor (-5% de retorno potencial con *exit yield* de 14%).

La apuesta del Gobierno parece ser la de buscar romper, primero, la unión del Comité Exchange con el Ad Hoc, y luego el interior del Comité Ad Hoc. Lo primero es más factible que lo segundo, teniendo en cuenta las características de la última oferta. En este sentido, se nota una mejora importante en la oferta al Discount, de casi USD 4, pero sin incluir la discutible valuación de un cupón contingente atado a las exportaciones. Además, se les propone mantener el *Indenture 2005*, eso puede ayudar. De todos modos, todavía hay una distancia de USD 6 dólares respecto de lo que pedía el Comité Exchange en su última oferta conjunta con el Comité Ad Hoc (muy similar a la primera oferta del Exchange por separado, siempre pidiendo mantener condiciones legales). ¿Alcanzará para lograr la adhesión del grupo de acreedores de bonos del canje? Difícil saberlo, pero la dirección fue la correcta. Tener en cuenta que dicho Comité tiene posición de bloqueo, con una tenencia de 16% en los bonos Exchange (las CACs requieren mayoría del 85% agregado o 75% de cada serie).

Lograr la ruptura del Comité Ad Hoc parecería algo mucho más difícil, teniendo en cuenta las diferencias ya mencionadas en términos de valuación, y que tampoco se concedieron las mejoras legales que se pedían en la última oferta. El Comité Ad Hoc tiene tenencia de bonos del canje también (estimamos alrededor de 15% también en base a Bloomberg), lo cual podría ser un problema si la oferta no los convence y el grupo no pierde su cohesión.

En la oferta, el Gobierno no explicita los riesgos legales de aplicar un proceso de re-designación (cláusula Pacman), como sugería la última propuesta del Comité ACC, y es lo que podría (según sospechan algunos colegas) estar detrás de la dura postura del Comité Ad Hoc. Además, la oferta establece que “incluye umbrales de participación mínima como condición para la consumación de la invitación”, pero no dice cuál es ese umbral. Finalmente, se mantiene la cláusula RUFO.

Se abre una instancia de mucha incertidumbre hasta el cierre del canje, el 4-ago (liquidación 4-sep), ya que hay una gran porción de los tenedores que no están identificados y que podrían aceptar, como no, la oferta oficial. Estimamos que alrededor de un 65% de los tenedores de bonos ley internacional en USD no están identificados ni en los comités ni en inversores institucionales locales. Entendemos que cuánto mayor sea la participación de inversores individuales/banca privada sin posibilidad de litigar o de *hedge Funds* que compraron en niveles deprimidos (debajo de USD 40), mayores son las chances de obtener una aceptación elevada (ver discusión respecto de la posibilidad de aceptación del canje en nuestro [informe semanal](#)).

Tabla 2: Última Oferta del Gobierno, Retornos desde precios actuales

Bono**	Valores al 3-jul-20			Retorno s/ Exit Yield*			
	Adj. Clean	PDI	All in price	8%	10%	12%	14%
AA21	35.8	6.1	41.83	49.0%	30.5%	14.6%	0.9%
A2E2	37.8	3.5	41.30	47.3%	29.1%	13.4%	-0.1%
A2E3	38.6	3.1	41.66	45.4%	27.4%	12.0%	-1.4%
AA26	33.7	6.6	40.32	60.5%	32.1%	9.4%	-8.7%
A2E7	35.9	4.3	40.21	57.5%	29.5%	7.2%	-10.7%
A2E8	36.1	3.9	40.00	57.8%	29.7%	7.4%	-10.6%
AL28	35.3	4.5	39.75	59.6%	31.3%	8.7%	-9.5%
AL36	34.1	4.8	38.95	63.4%	34.4%	11.3%	-7.3%
AA46	32.0	6.7	38.71	64.4%	35.2%	12.5%	-5.3%
AE48	34.0	4.5	38.57	61.7%	32.8%	10.5%	-7.1%
AC17	33.6	5.0	38.59	62.3%	33.3%	10.9%	-6.7%
DICY	39.6	5.7	45.30	57.6%	31.4%	10.5%	-6.4%
PARY	37.7	1.7	39.38	59.0%	30.5%	8.2%	-9.4%

Nota: Incluyen accrued bond por el cupón corrido e impago al settlement date (4-sep-20). Del AA21 al A2E3 van al New 2030; del AA26 al AA36 van al New 2035; del AA46 al AC17 al New 2046; DICY al New 2038 y PARY al New 2041.

Los retornos esperados en la parte media y larga podrían ser levemente superiores, teniendo en cuenta que en el ejercicio asumimos una asignación estándar (cortos al Nuevo 2030; medios al Nuevo 2035 y largos al Nuevo 2046); pero dado que los máximos a emitir de cada bono lo permiten, y que la aceptación probablemente no sea del 100%, los bonos de parte media podrían elegir algo del Nuevo 2030 y los largos algo del Nuevo 2035.

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("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.

En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.