

MONITOR SEMANAL

Nuevos términos acercan algo más a las partes, pero falta

Ayer a última hora el Ministerio de Economía dio a conocer nuevos términos que discutió con acreedores, en el marco de las negociaciones que continúan abiertas. La propuesta tiene cambios respecto a la oferta inicial del 22/4, que contenía dos categorías dentro de los bonos elegibles: (a) Pares y Discounts bajo el Indenture 2005 y (b) Globales bajo el Indenture 2016.

a) Pares y Discounts

	Discount y Pares (Indenture 2005)					
	Primera Oferta			Aproximación posible segunda oferta (oficial)		
Bono (plazo)	2039	2043	2047	2038	2042	2046
Límite emisión	No	No	No	No	No	No
Capital						
Quita	0%	0%	0%	0%	0%	5%
Amortización	5 pagos anuales, desde 2026	6 pagos anuales, desde 2031	20 pagos anuales, desde 2028	11 pagos anuales, desde 2028	16 pagos anuales, desde 2027	44 pagos semestrales, desde 2025
Intereses	Semestrales					
Gracia (años)	3	3	3	3	2	2
Cupón	0,6% 2023; 1,75% 2024/25; 4% 2026/27 y 4,5% desde 2028	0,6% 2023; 3% 2024/25; 3,625% 2026-1 sem 2029 y 4,875% desde 2	0,5% 2023; 1,75% 2024/25; 3,75% 2026/27 y 4,75% desde 2028	0,5% 2023/25; 1% 2026/27 y 1,75% desde 2028	0,5% 2022; 1% 2023; 3% 2024; 3,5% 2025; 4,125% 2026/28 y 4,875% despues	0,5% 2022; 1% 2023; 3% 2024; 4% 2025; 4,5% 2026/28 y 4,875% despues
Reconocimiento intereses no pagados	No	No	No	Sí, PIK 2034, cupón 1% 2022/34. Amortización 5 cuotas anuales		
Indenture	2016	2016	2016	2016	2016	2016
RUFO	Sí	Sí	No	-	-	-
VPN al 10% de exit yield (incluye PIK)	42,4	41,4	39,8	49,8	46,3	45,4
Promedio simple	41,2			47,1		

* Asd = a ser definido

Fuente: MECON

Entre los principales cambios destacamos:

- Cupón de intereses: se reduce el período de gracia de los dos bonos más largos -2042 y 2046- de 3 a 2 años. Además, se mejora la estructura aumentando la tasa a lo largo del tiempo.
- Reconocimiento de intereses devengados a la fecha del acuerdo: algo que no estaba previsto en la oferta original. Se instrumenta mediante la entrega de un bono al 2034 (“payment in kind” en inglés, PIK), con cupón del 1% desde el 2022 y amortizaciones iguales y consecutivas en 5 años. Ello mejora la valuación en 1 dólar utilizando una tasa de descuento del 10%.
- Si bien no surge de estos lineamientos, se menciona la posibilidad de incluir esquemas de pagos condicionales.

MONITOR SEMANAL

- Valor Presente Neto (VPN): con estos cambios, el VPN promedio de la oferta original mejora en 6 dólares, a niveles de 47 (incluyendo el VPN del PIK).

b) Globales

	Globales (Indenture 2016)					
	Primera Oferta			Aproximación posible segunda oferta (oficial)		
Bono (plazo)	2030	2036	2047	2030	2035	2046
Límite emisión	11.400	20.700	No	asd	asd	No
Capital						
Quita	12%	5%	5%	7%	5%	5%
Amortización	5 pagos anuales, desde 2026	6 pagos anuales, desde 2031	20 pagos anuales, desde 2028	12 pagos semestrales, desde 2025	10 pagos semestrales, desde 2031	44 pagos semestrales, desde 2025
Intereses		Semestrales			Semestrales	
Gracia (años)	3	3	3	3	2	2
Cupón	0,5% 2023/25; 1% 2026/27 y 1,75% desde 2028	0,5% 2023; 1,5% 2024/25; 2,75% 2026/27 y 3,875% desde 2028	0,5% 2023; 1,75% 2024/25; 3,75% 2026/27 y 4,75% desde 2028	0,5% 2023/25; 1% 2026/27 y 1,75% desde 2028	0,5% 2022; 1% 2023; 3% 2024; 3,5% 2025; 4,125% 2026/28 y 4,875% despues	0,5% 2022; 1% 2023; 3% 2024; 4% 2025; 4,5% 2026/28 y 4,875% despues
Reconocimiento intereses no pagados	No	No	No	Si, PIK 2034, cupón 1% 2022/34. Amortización 5 cuotas anuales		
Indenture	2016	2016	2016	2016	2016	2016
RUFO	Si	Si	No	-	-	-
VPN al 10% de exit yield (incluye PIK)	41,2	37,6	37,8	47,4	45,4	45,4
Promedio simple		38,9			46,1	

* Asd = a ser definido

Fuente: MECON

En este caso,

- Cupón de intereses: también se reduce el período de gracia de los dos bonos más largos -2035 y 2046- de 3 a 2 y se mejora la estructura del step-up con suba de tasas.
- Reconocimiento de intereses devengados a la fecha del acuerdo: se entrega el mismo PIK que en el caso de los Pares y Discounts.
- Valor Presente Neto (VPN): con estos cambios, el VPN promedio de la oferta original mejora en 7 dólares, a niveles de 46 (incluyendo el bono PIK).

El próximo martes 2/6 está venciendo la extensión del período de la oferta inicial del 22/4. Haber dado a conocer estos términos agrega alguna claridad al proceso, que en tiempos sigue siendo demandante.

Recordemos que hubo tres contraofertas que presentaron los principales grupos de acreedores que incluían VPNs del orden del 58-59 dependiendo el caso. Luego hubo trascendidos que alguno de los grupos estaría dispuesto a reducir sus pretensiones a niveles del 53 de VPN.

En estos términos, la diferencia para lograr algún

MONITOR SEMANAL

acuerdo -aunque sea parcial- sigue siendo importante. Aunque en estos lineamientos se menciona que existe flexibilidad para discutir mecanismos de valor de recuero. En cualquier caso, la clave pasa por identificar cual sería el *exit yield* hacia adelante, en particular en un contexto económico local con incertidumbres y tensiones. Más allá de un posible cierre de esta instancia, reducirla requiere la definición de un plan económico consistente, un elemento importante de definición de nuevas etapas.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO

