



## LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA, PARTE II

No es para festejar. El Canje le da oxígeno a la Argentina, no resuelve el problema de la deuda y se viene el FMI

Equipo de Trabajo  
Alejandro López Mieres  
Ignacio López Mieres  
Claudio Lozano

Coordinación  
Ana Rameri

Agosto 2020

## Después de muchas idas y vueltas: ¿qué nos depara el Canje 2020?

El proceso iniciado el 22 de abril con la presentación de la primera propuesta oficial del gobierno argentino en la Comisión de Valores de Estados Unidos (la SEC) culminó con dos eventos: primero, el 4 de agosto se anunció el acuerdo con los principales acreedores de bonos en moneda y legislación extranjera. Segundo, el decreto publicado el 16 de agosto oficializó la presentación de la oferta argentina final ante la SEC. La fumata blanca llegó luego de más de tres meses de negociaciones: en este período, el ministro Guzmán presentó dos ofertas oficiales (la de abril y la de julio) y dos informales (en mayo y junio).

Si bien la propuesta argentina presentada el 5 de julio fue rechazada por la mayoría de los acreedores, ésta despertó los aplausos de buena parte del poder económico, que celebró el gesto presidencial de acercar posiciones con los bonistas. Para cerrar el acuerdo, nuestro país hizo una serie de concesiones respecto al planteo original de abril, que incluyeron el acortamiento del período de gracia, la disminución en la quita de capital y el aumento en las tasas de interés. Además, se decidió resguardar los derechos de los bonistas consagrados en la letra chica de los contratos firmados en los canjes 2005 y 2010 (que son más exigentes con el país para juntar las mayorías necesarias ante una futura reestructuración), y se esperan una serie de modificaciones en los términos legales de los contratos de deuda del Fideicomiso 2016 (y tal vez en los de 2005). En este sentido, **el gobierno se comprometió a modificar “ciertos aspectos” de las Cláusulas de Acción Colectivas (CACs)** para incorporar algunas de las exigencias de los acreedores.

A continuación, presentamos un análisis de los aspectos del acuerdo que consideramos de gran relevancia para comprender lo que está en juego. En primer lugar, resumimos los avatares que se desarrollaron entre las presentaciones oficiales de la primera y de la segunda propuesta, identificando una serie de actores relevantes involucrados en el proceso con incidencia en el escenario geopolítico internacional.

En segundo lugar, evaluamos los aspectos de la tercera oferta argentina que, si bien no involucra cambios en el volumen de pagos presentado en la segunda oferta, la misma compromete modificaciones en la estructura legal de la nueva deuda a emitir. Por un lado, advertimos las principales características de la discusión legal y el peligro que pueden representar los cambios en las condiciones contractuales de la nueva deuda a emitir, y de las nuevas cláusulas para una eventual reestructuración de la deuda en el futuro. Por el otro, destacamos el oxígeno financiero que otorga en los próximos años, incluyendo el perfil de vencimientos en moneda extranjera que afrontará el país en los próximos años, así como la quita real que significa en términos de Valor Presente Neto (VPN).

Finalmente, presentamos algunas reflexiones sobre la discusión pendiente con el FMI, sobre la base de que la reestructuración planteada genera un alivio imprescindible pero que de todas formas no resuelve el problema de la deuda. En esa discusión que se viene, se pondrá en juego el futuro esquema de política económica, a sabiendas de que el organismo va a plantear una serie de condicionamientos para extender los plazos de pago del crédito otorgado.

### **Los antecedentes al acuerdo. El fracaso de la primera propuesta y los límites de la estrategia de la “sostenibilidad”.**

A partir del 10 de diciembre del año pasado, el electo presidente Alberto Fernández le encargó a Martín Guzmán una renegociación de la deuda impagable que dejó el gobierno de Cambiemos. Como detallamos en el análisis de la primera oferta presentada por la Argentina<sup>1</sup>, la estrategia “amigable” que encaró el gobierno nacional consistió en seguir pagando los vencimientos<sup>2</sup> mientras llevaba adelante las negociaciones con los distintos acreedores. En este sentido, el ministro delimitó el universo de deuda a canjear, comenzando por los **U\$S 81.000 millones** en títulos de deuda que nuestro país le debe a inversores privados, la mayor parte emitida bajo **legislación extranjera** (alrededor de **U\$S 66.000 millones**) y otro tanto bajo **legislación argentina** (cerca de **U\$S 15.000 millones**). Luego, una segunda etapa del proceso comenzará con la renegociación de los **U\$S 73.000 millones** adeudados a los organismos internacionales, entre los que se destacan los **U\$S 44.000 millones** del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (el principal acreedor de los próximos años).

En este marco, el gobierno nacional presentó el 16 de abril las condiciones de la **primera propuesta de reestructuración** de los U\$S 66.000 millones de deuda pública en moneda y legislación extranjera. La pauta fundamental de la misma era que la deuda que había dejado Macri era “insostenible”, por lo cual eran necesarias dos condiciones: i) un **período de gracia** considerable en el que el país no pagara, de modo de disponer de un mayor volumen de recursos para apuntalar la recuperación de la economía y potenciar la capacidad de repago; y ii) un **alivio financiero sustancial de los vencimientos** a mediano plazo. En consecuencia, originalmente se propuso un período de gracia de tres y seis años para el pago de intereses y capital respectivamente, y una quita nominal total del 33,7%, que combinaba una reducción moderada del capital (del 5,6%) y una reducción más fuerte de los intereses (64,7%). En consecuencia, esta propuesta representaba una reducción

---

<sup>1</sup> Disponible en: <https://ipypp.org.ar/2020/05/17/reestructuracion-de-la-deuda/>.

<sup>2</sup> Entre los meses de enero y abril se pagaron U\$S 2100 millones en concepto de intereses en títulos públicos y a los organismos internacionales.

considerable de la tasa de interés promedio de la deuda (del 6,2% al 2,3%) y un ahorro de divisas de U\$S 45.000 millones en los próximos 10 años.

A pesar del amplio apoyo que tuvo esta primera oferta de parte del G20 y los organismos internacionales – con un inusitado respaldo del FMI – la misma fue rechazada por más del 80% de los acreedores. Éstos calcularon que de cada U\$S 100 que poseían de títulos viejos, iban a recibir U\$S 40 en concepto de los títulos nuevos: esto les representaba una quita real superior al 60%, la cual declararon inaceptable. Sin embargo, como demostramos en el material publicado en mayo, esa afirmación contiene una trampa: para llegar a ese valor, utilizaron el supuesto de que los nuevos bonos del canje rendirían al 10% en el mercado.

Entre las objeciones que plantearon los acreedores sobre las condiciones ofrecidas por el país, se destacaban:

- a) No estaban dispuestos a aceptar un período de gracia mayor a un año.
- b) Reclamaban una tasa de interés cercana al 4% (muy superior al 2,3% propuesto por Argentina).
- c) Pedían eliminar la quita de capital.
- d) Reclamaban el pago de los intereses devengados y no pagados durante el 2020 capitalizados en un nuevo bono, y como si esto no fuera poco, le reclamaron al gobierno nacional la inclusión de un cupón atado a la evolución del PBI (repitiendo la experiencia del cupón PBI que acompañó el canje del 2005).
- e) Estas condiciones determinaban un VPN de U\$S 63 con una tasa de salida del 10%. A esta misma tasa, el VPN de la primera oferta estaba en torno a los U\$S 40.

Uno de los aspectos salientes de los reclamos de los acreedores tenía que ver con las **condiciones legales de los nuevos bonos**. En este sentido, la Argentina había propuesto que todas las nuevas emisiones estuvieran bajo el Fideicomiso 2016, que posee una serie de cláusulas favorables para el deudor soberano, entre las cuales se encuentran las llamadas **“cláusulas antibuitre”**<sup>3</sup>. En respuesta, los fondos que concentran la deuda emitida en los canjes 2005 y 2010 – que cuentan con cláusulas más favorables para los bonistas y más duras para el deudor – rechazaron la idea de perder la protección que les brinda el

---

<sup>3</sup> En esencia, se trata de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC's), que determinan el porcentaje de los títulos en manos de los acreedores que debe juntar el país para reestructurar la deuda. De llegar a estos umbrales, los bonistas que no hayan aceptado las nuevas condiciones deberán conformarse con las condiciones que aceptó la mayoría.

Fideicomiso 2005 (bajo el cual se emitieron los bonos Par y Discount tanto en el canje 2005 como en el 2010).

El rechazo de los bonistas a la primera oferta argentina abrió un período de negociaciones, en el cual salieron a la luz las contradicciones entre los intereses de los distintos actores involucrados. Entre ellos, sobresale el papel de **BlackRock**, un fondo que administra una cartera a nivel global de U\$S 6 billones (equivalente al tercer PBI del planeta, superado únicamente por los PBI de Estados Unidos y China). Este fondo encabeza el grupo denominado **Ad-Hoc Bondholder Group** (integrado principalmente por Ashmore, Fidelity y T. Rowe Price), el cual asegura tener el 25% de los bonos emitidos en el gobierno de Macri y el 15% de los bonos de los canjes 2005 y 2010.

Por otro lado, el **Exchange Bondholder Group** (compuesto por los fondos HBK, Monarch y Redwood, entre otros) declara tener el 17% de los títulos Par y Discount emitidos en los canjes de deuda llevados a cabo en los gobiernos de Néstor y Cristina Kirchner. En total, estos dos grupos acumulan más del 27% del total de deuda a reestructurar, motivo por el cual tienen suficiente poder de fuego para bloquear un canje que no contemple sus exigencias. Es bueno recordar que para canjear los bonos 2005 y 2010 es necesario lograr una adhesión de al menos 85% del total de la deuda para avanzar con la reestructuración.

Además del Ad-Hoc y el Exchange, un tercer grupo (**Bondholders Group**) se compone por el Comité de Acreedores de Argentina (ACC) y los fondos Fintech y Gramercy. Estos últimos han tenido (y tienen) intereses en el país: Fintech es dueño de Telecom y es socio minoritario del Grupo Clarín; Gramercy, por su parte, ha hecho buenos negocios con los canjes de deuda 2005 y 2010. Tanto Gramercy como Fintech aceptaron la segunda oferta del ministro Guzmán, al tiempo que el Comité de Acreedores mantuvo una postura intransigente.

De este modo, podemos identificar a una red de actores involucrados en la renegociación:

- i. Las **tres agrupaciones de acreedores**, cuyo mayor jugador es BlackRock (y cuyo CEO es un “lobo de Wall Street”, Larry Fink), que acumularon suficientes bonos como para bloquear la estrategia argentina y han desplegado una cantidad de movimientos orientados a forzar que la Argentina pague lo máximo posible.
- ii. El **FMI**, que ha supervisado las negociaciones, e incluso ha establecido un límite a la oferta argentina que supone no destinar más del 3% del producto a

los servicios de deuda en moneda extranjera (con un valor máximo de U\$S 50 de VPN al 10% de tasa de salida). Este involucramiento del Fondo se vincula con su posición como principal acreedor de nuestro país, al cual destinó la mayor parte de su cartera de créditos y del cual pretende cobrar los U\$S 44.000 millones que giró entre 2018 y 2019 para sostener la candidatura de Macri.

- iii. El **G7**, con Merkel, Macron y Pedro Sánchez a la cabeza, ha acompañado la estrategia argentina y ha intervenido para acercar posiciones con los acreedores. En esta misma postura se alineó el **Papa Francisco**, a quien el propio presidente Fernández le agradeció por sus gestiones.

El involucramiento de esta gama de actores de la geopolítica internacional termina de definir los **tres aspectos** que caracterizan el proceso de reestructuración de la deuda pública argentina: **el político, el financiero y el legal-contractual**. Si bien hay en juego muchísimo dinero, las asperezas financieras terminaron de limarse con el acercamiento argentino del 5 de julio, cuando se presentó la segunda oferta oficial. En dicho acercamiento jugaron un rol clave los actores nombrados anteriormente, así como las sugerencias de dos de los máximos referentes políticos del Frente de Todos que se expresaron a favor del acuerdo. No obstante, se mantuvieron en disputa las diferencias legales, por lo cual el acuerdo anunciado el 4 de agosto anticipó una serie de cambios contractuales en favor de los acreedores que la Argentina no estaba dispuesta a reconocer previamente.

### **La letra chica del acuerdo no es tan chica después de todo. ¿Desenlace a la ecuatoriana? <sup>4</sup>**

El lunes 17 de agosto la Argentina presentó los términos y condiciones “mejorados” como la segunda enmienda al suplemento de prospecto del 21 de abril, donde se extiende el vencimiento de la oferta al 28 de agosto, anunciando los resultados el 31 de este mes, y con fecha de ejecución del canje el 4 de septiembre. En esta presentación se terminaron de resolver cuestiones no definidas previamente, limitando las herramientas que tiene el país para lograr imponer mejores condiciones sobre una futura reestructuración, a saber:

- 1) **Límites a la Redesignación:** en el caso de una futura reestructuración, Argentina podrá excluir de la votación aquellas series en las cuales no se alcanzaron las mayorías necesarias, sin tener que notificar a los bonistas que aceptaron y sin darles

---

<sup>4</sup> Ver el **ANEXO** de este trabajo para un análisis detallado de la discusión legal.

posibilidad de revocación si se alcanza el 66,66% de adhesión total. De no lograrse este porcentaje, solo podrá excluir esas series notificando a los tenedores que la llevará adelante, pero dándole 5 días para revocar su aceptación. Esto limita los grados de libertad del deudor para este mecanismo.

- 2) **Límites al Pac-Man:** se limita el mecanismo para realizar canjes sucesivos, cerrando con los bonistas que acepten la oferta e ir “comiendo” a los que vayan quedando afuera. Argentina podrá lanzar una oferta de aplicación uniforme sobre todos los acreedores luego de haber realizado una oferta que contabiliza votos de dos o más series si en la primera oferta se alcanza el 75% de aceptación. Esto lleva a que este proceso solo pueda ejercerse en casos excepcionales<sup>5</sup>.

Pero lo curioso es que el comunicado del Ministerio de Economía del 16 de agosto ve esto como mejoras contractuales y un perfeccionamiento de los contratos existentes, en el marco de un diálogo con acreedores, el FMI, el G20 y el G24. Según este comunicado estos consensos buscaron fortalecer el marco contractual plasmado en 2014 a nivel internacional, ya que:

*“Las herramientas añadidas tienen como finalidad robustecer el carácter equitativo y efectivo de los mecanismos de reestructuración de deuda soberana existentes”.*

Es evidente el paralelismo de estos cambios con la oferta de reestructuración de deuda ecuatoriana. El país hermano tuvo el 98% de adhesión y este canje fue bendecido por BlackRock, también acreedor importante del país, en donde también se pusieron en juego cambios a los contratos vigentes. Los nuevos bonos ecuatorianos se emitirán limitando tanto las reasignaciones como la estrategia Pac-Man en eventuales reestructuraciones futuras. En ellas solo se podrá reasignar series si se cumple al menos una de estas dos condiciones:

- a) Se consigue la aceptación del 66,66% de los tenedores de bonos que ingresan al canje.
- b) Se les da a los acreedores la opción de retirar su aceptación al canje durante 5 días luego de definir reasignaciones.

Además, para limitar un eventual Pac-Man, solo podrá hacer canjes “single-limb” (con el 75% de adhesión) combinando títulos canjeados y a canjear si en los canjes originales

---

<sup>5</sup> De ser así se activarían las Cláusulas de Acción Colectivas (CAC’s) en casi todas las series en una primera instancia. Para un mayor detalle sobre las CAC’s, ver **ANEXO**.

la aceptación alcanza al 75%. De no llegar a ese porcentaje, solo podrá hacerlo luego de tres años.

Llegado a este punto resulta inevitable preguntarse si las cláusulas añadidas implican cercenar las posibilidades del deudor soberano, y de ser así, un retroceso respecto al marco legal que surgió en el 2014 y que se plasmó en los contratos de deuda posteriores a esa fecha. No queda claro cómo una limitación a los grados de libertad del deudor que se enfrenta a una reestructuración implique un perfeccionamiento de los contratos existentes, **los cuales no hubieran nacido sin el impulso político e intelectual de la dupla Stiglitz-Guzmán.**

Lo que queda claro es que la limitación de las cláusulas de reasignación ha sido el punto central de la pelea de los fondos, tanto en Ecuador como en Argentina, **y el embate que soportó Guzmán respecto a la llamada “letra chica” tuvo como objetivo condicionar las futuras reestructuraciones que, evidentemente, los mismos fondos suponen inevitables.**

**El aspecto financiero del acuerdo: consigue oxígeno hasta 2024, pero la mochila de la deuda sigue intacta.**

El canje de deuda en moneda y legislación extranjera propuesto por Martín Guzmán establece un menú de cinco nuevos bonos en dólares y cinco en euros, con fecha de emisión el 4 de septiembre del 2020 y vencimientos en 2030, 2035, 2038, 2041 y 2046. Entran en la operación títulos públicos en dólares, euros y francos suizos por U\$S 66.200 millones, de los cuales el 63% fueron emitidos por el gobierno de Macri, y el 37% fueron lanzados en los canjes 2005 y 2010.



### Títulos elegibles en el Canje Ley Extranjera, por moneda y Valor Nominal.

Títulos elegibles	Moneda	Valor Nominal (Mill. U\$S)
BIRAD 2026	USD	6.455
BIRAD 2021	USD	4.484
BIRAD 2028 (ene)	USD	4.250
BIRAD 2027	USD	3.750
BIRAD 2022	USD	3.250
BIRAD 2048	USD	3.000
BIRAD 2117	USD	2.689
BIRAD 2046	USD	2.618
BIRAD 2023	USD	1.750
BIRAD 2036	USD	1.727
BIRAD 2028 (jul)	USD	965
BIRAE 2022	EUR	1.481
BIRAE 2027	EUR	1.185
BIRAE 2023	EUR	1.481
BIRAE 2028	EUR	1.185
BIRAE 2047	EUR	889
BIRAF 2020	CHF	424
DISCOUNT USD	USD	5.092
DISCOUNT EUR	EUR	6.835
PAR USD	USD	5.034
PAR EUR	EUR	7.670
<b>Total</b>		<b>66.213</b>

Fuente: IPyPP en base a datos del Ministerio de Economía y la OPC.

Los nuevos bonos 2030, 2035 y 2046 tienen una quita de capital del 3% sobre el valor nominal, mientras que los títulos que pueden canjear los tenedores de bonos Par y Discount (2038 y 2041) no contemplan quita de capital alguna. De esta forma, la quita de capital promedio es del 1,9% sobre el total de deuda. Además, se les reconoce a los acreedores los intereses corridos hasta el 4 de septiembre con un bono en dólares (con una tasa de interés del 1%) o en euros (que paga 0,5% de tasa), con vencimiento en 2029. Los pagos se realizarán en los meses de enero y julio de cada año: el capital adeudado se empieza a pagar en julio de 2024, y los intereses a partir de julio del 2021. Finalmente, se les concede la posibilidad a los bonistas de cambiar sus títulos en euros y francos suizos por nuevos bonos en dólares, con la relación de cambio vigente al 6 de agosto (1,19 dólares por euro), la cual es superior al cambio de 1,08 de la propuesta anterior.

De alcanzarse los niveles de aceptación necesarios para activar las CAC's<sup>6</sup>, la operación se liquidaría el 4 de septiembre y el canje se declararía exitoso. Es evidente que el gobierno argentino realizó una serie de concesiones respecto a la propuesta original para arribar al acuerdo con los principales acreedores:

1. La oferta contempla pagos por U\$S 42.700 millones en la década 2020-30, **U\$S 12.500 millones más que en la propuesta original.**
2. Se contempla una menor **quita de capital**, que pasó del 5,4% (U\$S 3600 millones) hasta el **1,9% (U\$S 1200 millones) en promedio.**
3. Se eleva el **cupón de interés promedio desde el 2,3% al 3,1%** y se adelanta el período de devengamiento de intereses (comienzan a devengar desde que se emiten). Las tasas van desde 0,125% hasta un máximo de 5%.
4. La **quita de intereses** alcanza el 61%, equivalente a U\$S 36.000 millones. La primera propuesta contemplaba una quita de intereses del 62%, unos U\$S 37.900 millones.
5. Se **reduce el período de gracia** para el pago de intereses, de tres años a tan solo 10 meses, comenzando los pagos en julio del 2021. Por su parte, el capital empieza a pagarse en julio de 2024 y no a partir del año 2026 como se estipulaba originalmente. Además, se reconocen los intereses corridos no pagados (U\$S 2800 millones) mediante un bono que vence en 2029, y que paga 1% de interés.
6. Según nuestras estimaciones, la quita real se redujo considerablemente desde el 42% en dólares y 37% en euros (y francos suizos) de la oferta de abril al 25% y 20% del arreglo. El detalle sobre la quita real se analiza en la próxima sección.

---

<sup>6</sup> Para los títulos del canje 2005-2010 (Fideicomiso 2005) se requiere un mínimo de aceptación del 85% del conjunto de los bonos y del 66,67% de cada serie. En cambio, en los bonos lanzados a partir de 2016 (Fideicomiso 2016) se requiere 66,67% y 50% respectivamente.

### Resumen de las diferencias entre la propuesta original y el arreglo final.

	Propuesta Original		Propuesta Final	
	%	Mill. U\$S	%	Mill. U\$S
Quita de Capital	5,4%	3.600	1,9%	1.200
Tasa de Interés Promedio	2,3%		3,1%	
Quita de Intereses	62%	37.900	61%	36.000
Reconocimiento intereses devengados	No		Sí	
Período de gracia intereses	3 años		10 meses	
Período de gracia capital	6 años		4 años	
Quita real	42% en U\$S; 37% en EUR		25% en U\$S; 20% en EUR	

Fuente: IPyPP en base a datos del Ministerio de Economía y la OPC.

Este listado de concesiones que ha hecho el gobierno nacional en materia financiera (en su búsqueda de cerrar un acuerdo con los acreedores) tuvo que ver con el bloqueo de la propuesta argentina que produjo la cartelización de los principales fondos. Luego de la segunda oferta oficial argentina, que prometía ser la última y que de hecho excedía el límite de sostenibilidad establecido por el FMI<sup>7</sup>, BlackRock respondió reuniendo a los tres grupos de fondos bajo una contraoferta común. En total, declararon tener un total del 60% de los bonos emitidos en 2005 y 2010, y el 51% de los bonos del Fideicomiso 2016, con lo cual podrían bloquear cualquier propuesta de reestructuración que no considerara sus exigencias. **Este poder de fuego de los acreedores limitó sensiblemente la capacidad argentina para imponer condiciones sobre la renegociación, lo cual se visibiliza claramente al comparar cuánto ha cedido cada parte.** Valuando las ofertas al 10% de tasa de salida, la Argentina aumentó la oferta inicial de U\$S 40 de VPN a los U\$S 54,8 de la final; esto representó una mejora de la oferta del 37%. Los acreedores, por su parte, bajaron desde los U\$S 63 (con los cuales respondieron a la primera propuesta argentina) a los U\$S 54,8; esto implicó una reducción del 13% en sus pretensiones.<sup>8</sup>

Una definición muy importante que contiene el acuerdo alcanzado consiste en **despejar los vencimientos del actual período presidencial**, ahorrando unos **U\$S 24.400 millones** de vencimientos en legislación extranjera en los próximos cuatro años. En este período, **se pagarían U\$S 2100 millones**, equivalentes al **7,9% de los vencimientos que dejó Macri**, y se **dejarían de pagar cerca de U\$S 30.000 millones hasta el año 2030**. Si asumimos que la

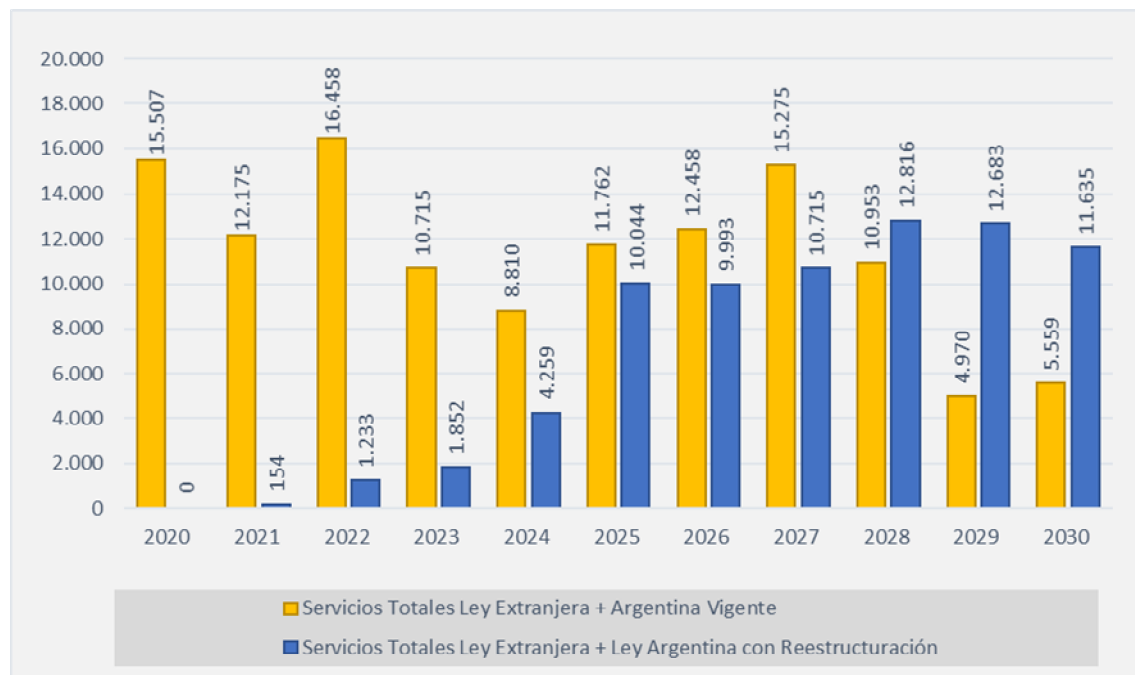
<sup>7</sup> En el mes de junio, el Fondo difundió un estudio sobre la sostenibilidad de la deuda que implicaba la oferta argentina. La misma establecía un máximo del 3% del producto bruto para los servicios de deuda en moneda extranjera, lo cual implicaba que el Valor Presente Neto de la oferta no podía superar los U\$S 50 (al 10% de tasa de salida).

Ver: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2020/06/01/pr20228-argentina-imf-staff-technical-statement>

<sup>8</sup> Aun tomando como punto de referencia a la propuesta informal que presentó BlackRock en febrero, valuada en U\$S 75, los acreedores habrían cedido un 27% (por debajo del 37% del acercamiento argentino).

deuda en moneda extranjera con legislación argentina<sup>9</sup> recibe el **mismo tratamiento** que los acreedores en legislación extranjera, **entre 2020 y 2023 quedarían vencimientos por U\$S 3200 millones, equivalentes al 5,9% de los vencimientos originales**. Éstos representan en promedio menos de 0,5% del producto bruto por año, y el 12% del superávit comercial proyectado. Además, se lograría el alivio del 40% de los vencimientos programados para la próxima década, **ahorrándole al Estado argentino unos U\$S 49.000 millones en ese lapso**.

**Vencimientos originales en comparación con los vencimientos post-reestructuración exitosa (2020-30). Deuda en legislación extranjera y local. Cifras en millones de dólares.**



Fuente: IPyPP en base a datos del Ministerio de Economía y la OPC.

El **oxígeno financiero** que provee el canje 2020 en materia fiscal y de divisas es **fundamental** para encarar una batería de políticas que permitan finalmente afrontar la recuperación de la economía en la post-pandemia. Sin embargo, es preciso afirmar que **el problema de la deuda lejos está de haber sido resuelto**. En los años 2024 y 2025 el Estado argentino afrontaría servicios de deuda en moneda extranjera de U\$S 4200 millones y U\$S 10.000 millones respectivamente. Y este cálculo no contempla los U\$S 44.000 millones que el Fondo le giró al gobierno de Macri para sostener su candidatura, y que Alberto Fernández ha decidido renegociar a pesar de las múltiples irregularidades que caracterizaron el otorgamiento del préstamo.

<sup>9</sup> El 16 de julio, el Poder Ejecutivo envió el proyecto de ley para reestructurar más de U\$S 40.000 millones de deuda en moneda extranjera con legislación argentina, de los cuales el sector privado acumula U\$S 15.000 millones. Desde el comienzo del proceso, el ministro Guzmán afirmó la voluntad del gobierno de otorgarle un tratamiento equitativo a los acreedores con legislación nacional respecto a los de legislación extranjera.

## **La discusión sobre la quita real de la deuda. ¿Cómo valúa la propuesta el mercado, y cómo debe valuarse objetivamente?**

El valor que posee cualquier inversión se calcula por medio del Valor Presente Neto (VPN), que consiste en traer a hoy el valor futuro de los flujos de pagos generados. Para hacer este cálculo se necesitan los siguientes datos: el "cash-flow" (flujo de pagos en el tiempo), el plazo de la inversión y la tasa de retorno (la rentabilidad futura que genera la inversión). Para obtener el VPN de un bono soberano producto de una reestructuración, esta tasa de retorno se conoce como **exit yield** o "tasa de salida", que es nada más y nada menos que la tasa de rendimiento de los bonos argentinos en los mercados una vez finalizado el canje. O, al mismo tiempo, la tasa de interés que debería pagar el Estado argentino para tomar deuda en moneda extranjera.

Sin embargo, hoy en día esta variable es desconocida. Por ello, los acreedores suponen que bonos argentinos cotizarán a tasas del 10%, lo cual devuelve el famoso VPN de U\$S 54,8 (por cada U\$S 100), lo que representaría una quita en el valor de sus activos superior al 45%.

La hipótesis de que los bonos argentinos cotizarán a tasas del 10% es sumamente **arbitraria y autorreferencial**. Basta con mirar cómo algunos países con importantes prontuarios de incumplimientos, como es el caso de Grecia, pueden tomar deuda pagando el 1,5% anual. Perú y Bolivia se financian en dólares a 10 años pagando 3,8% y 4,8% por año respectivamente. Por su parte, Paraguay lo hace al 5%. Y si comparamos con la propia experiencia de Argentina, haciendo el supuesto de que la reestructuración consigue bajar el riesgo país a los niveles concretados luego del canje 2005 (y en presencia de tasas internacionales cercanas a 0%) **los nuevos bonos deberían ubicarse en tasas de rendimiento de entre 5% y 6%**.

Es que, en esencia, el problema de la valuación de los bonos a una tasa del 10% se vincula con el hecho de que este sería el supuesto rendimiento de los títulos argentinos en los mercados secundarios de bonos soberanos una vez concluido el canje. Esto es lo que miran los acreedores, en la medida que sus carteras incrementarán su valorización en mayor o menor medida según el rendimiento (y por lo tanto, el precio) que tengan los nuevos títulos que reciban. Y lo paradójico es que el mismo mercado reconoce que Argentina podría salir del canje con rendimientos similares a los que tienen países como **Turquía, Egipto o Ucrania**, que se encuentra **en el orden del 7%/8%**. La idea que está detrás del planteo de los acreedores es que, si efectivamente los títulos pasan a rendir por debajo del 10%, el beneficio sería mutuo: los fondos verían un incremento en el valor de sus activos (los precios de los títulos aumentarían), y la Argentina conseguiría reducir el riesgo país a niveles que le permitirían volver a los mercados de crédito.

**Si bien la discusión sobre la tasa de salida y el VPN parece abstracta y teórica, es fundamental atenderla para comprender la naturaleza de la discusión.** Los fondos lograron imponer la lógica de la tasa del 10%<sup>10</sup> para que el resultado del canje les sea más favorable, porque saben que la quita real es sumamente sensible a la tasa a la que se valúan los bonos. Por este motivo, declaran que estarían sufriendo quitas mucho mayores a las que terminen sufriendo. De modo que, para determinar cuál es la quita real del arreglo, hace falta plantear un cálculo alternativo sobre bases más objetivas.

Una forma de calcular la quita real consiste **en valorar los nuevos bonos a las tasas de emisión de los bonos viejos.** Esto permite trazar una continuidad entre los títulos canjeados y los nuevos, logrando así un punto de comparación en las condiciones de emisión de las series y la estructura de los bonos. Además, esta metodología prescinde del valor que le asignen los mercados secundarios a los títulos de deuda argentina, los cuales se mueven con **lógicas autorreferenciales.** **De este modo, estimamos un VPN promedio de los títulos del canje de U\$S 76,4, lo cual resulta de descontarlos a la tasa de emisión promedio del 6,2%.** Ello devuelve una quita real promedio del 23,6%, como consecuencia del 25,4% de quita promedio sobre los bonos en dólares y del 19,7% promedio sobre los bonos en euros y francos suizos<sup>11</sup>. Todos los promedios tienen en cuenta la ponderación que tiene cada bono en la canasta del canje.

---

<sup>10</sup> Para lograrlo, al comienzo de las negociaciones plantearon sus cálculos sobre la base de una tasa de descuento del 12%/13%. La postura argentina era evaluar la propuesta al 8%, y decidieron consensuar el 10%.

<sup>11</sup> Para la conversión de los Valores Nominales de los bonos en EUR y CHF se utilizaron las cotizaciones dólar-euro y dólar-franco suizo del 5 de agosto (0,84 y 0,91 respectivamente).

Títulos originales que ingresan al canje, por tasa de emisión, Valor Nominal (en millones de dólares), Valor Presente Neto (a las tasas de emisión) y quita real.

Bono en U\$S	Tasa Emisión	VN	VPN con Canje	Quita real
BIRAD 2021	6,9%	4.484	\$ 69,1	30,9%
BIRAD 2022	5,6%	3.250	\$ 72,8	27,2%
BIRAD 2023	4,6%	1.750	\$ 77,3	22,7%
BIRAD 2026	7,5%	6.455	\$ 69,1	30,9%
BIRAD 2027	6,9%	3.750	\$ 71,3	28,7%
BIRAD 2028 (ene)	5,9%	4.250	\$ 77,6	22,4%
BIRAD 2028 (jul)	6,6%	965	\$ 73,0	27,0%
BIRAD 2036	7,1%	1.727	\$ 70,2	29,8%
BIRAD 2046	7,6%	2.618	\$ 69,2	30,8%
BIRAD 2048	6,9%	3.000	\$ 72,8	27,2%
BIRAD 2117	7,1%	2.689	\$ 71,4	28,6%
DISCOUNT USD	8,3%	5.092	\$ 72,3	27,7%
PAR USD	4,1%	5.034	\$ 96,1	3,9%
<b>Promedio Bonos U\$S</b>	<b>6,6%</b>	<b>45.064</b>	<b>\$ 74,6</b>	<b>25,4%</b>

Bono en EUR	Tasa Emisión	VN	VPN con Canje	Quita real
BIRAE 2022	3,9%	1.482	\$ 77,3	22,7%
BIRAE 2023	3,4%	1.186	\$ 79,6	20,4%
BIRAE 2027	5,0%	1.482	\$ 78,6	21,4%
BIRAE 2028	5,3%	1.186	\$ 77,0	23,0%
BIRAE 2047	6,3%	889	\$ 72,6	27,4%
BIRAF 2020	3,4%	440	\$ 80,2	19,8%
DISCOUNT EUR	7,8%	6.839	\$ 70,1	29,9%
PAR EUR	4,0%	7.674	\$ 91,8	8,2%
<b>Promedio Bonos EUR</b>	<b>5,4%</b>	<b>21.177</b>	<b>\$ 80,3</b>	<b>19,7%</b>

Quita real promedio del canje de bonos en moneda y ley extranjera, descontándolos a la tasa de emisión de los bonos elegibles para el canje.

	Valor Nominal	Tasa de emisión Promedio	VPN Promedio	Quita Real
Bonos U\$S	45.064	6,6%	\$ 74,6	25,4%
Bonos EUR y CHF	21.177	5,4%	\$ 80,3	19,7%
<b>Total</b>	<b>66.240</b>	<b>6,2%</b>	<b>\$ 76,4</b>	<b>23,6%</b>

Fuente: IPyPP en base a datos del Ministerio de Economía y la OPC.

**En conclusión: el Canje 2020 da oxígeno, pero la mochila de la deuda sigue intacta sobre el futuro de la Argentina y abre paso a la discusión con el FMI.**

Como dijimos, el acuerdo logrado con los bonistas contempla definiciones fundamentales en materia de autonomía en la formulación de política económica. En el 2021, el Estado nacional afrontaría vencimientos de deuda en legislación internacional y local por U\$S 154 millones, el equivalente al 1,3% de lo que había heredado de la gestión macrista. Sin embargo, el tiempo que otorga este acuerdo es limitado, puesto que cada año los vencimientos tendrán un peso cada vez mayor sobre el presupuesto nacional. Este tiempo debe ser utilizado para reordenar el problema de la deuda y para construir condiciones políticas, jurídicas y legales que permitan encarar esta problemática de otro modo.

Asimismo, es preciso decir que en materia de deuda no hay motivos para festejar. En primer lugar, las **nuevas cláusulas** apuntan a una **limitación en las posibilidades del Estado argentino para desactivar los bloqueos de los fondos** en futuras reestructuraciones, marcando un retroceso respecto al marco legal que surgió en el 2014. Lo que ha quedado claro es que la limitación de las cláusulas de reasignación y el mecanismo Pac-Man han sido los puntos centrales de la discusión de la deuda, tanto en Ecuador como en Argentina, **y el embate que soportó Guzmán respecto a la llamada “letra chica” tuvo como objetivo condicionar las futuras reestructuraciones, que los mismos fondos suponen inevitables.**

En segundo lugar, todavía quedan pendientes las negociaciones con el principal acreedor de la Argentina en los próximos años: el **Fondo Monetario Internacional**. Los pagos adeudados por los U\$S 44.000 millones del acuerdo Stand-By firmado por Mauricio Macri y Christine Lagarde recaen en los próximos cuatro años, lo cual representa un gigantesco condicionamiento al gobierno de Alberto Fernández. La renegociación de este crédito será un hito clave para la actual gestión, puesto que – a pesar de que se haya mostrado como un aliado de la Argentina frente a los acreedores privados – **el Fondo va a intentar imponer una serie de reformas** ( previsionales, tributarias, laborales). La discusión con el Fondo será trascendental, puesto que implicará discutir el ajuste que intentará imponer, y los grados de libertad con la que la Argentina va a contar para establecer la política económica de manera soberana.

Las condiciones que se fijen en el nuevo acuerdo con el Fondo van a determinar cómo quedamos parados de cara a la deuda en los próximos años. En el 2021, los pagos acordados con el organismo son superiores a los U\$S 5200 millones, correspondientes al primer vencimiento de capital (U\$S 3620 millones) y a los más de U\$S 1600 millones de intereses. Pensando en cómo sería el nuevo esquema de devolución del crédito (teniendo en cuenta los criterios del acuerdo alcanzado con los bonistas privados), una posibilidad es que la Argentina consiga un período de gracia de cuatro años para los pagos de capital,



comenzando las cancelaciones en 2024 y con un plazo de devolución de diez años. De esta forma, en 2021-23 el Estado argentino debería seguir afrontando pagos de **U\$S 1600 millones por año solo de intereses** (el mismo monto que en el 2020), y a partir del 2024 se empezaría a cancelar el capital. Luego, a partir de 2024 se pagarían intereses decrecientes sobre el capital que va amortizando, a la tasa del 3,96% acordada en el Stand-By original. Con estos supuestos, el Tesoro se ahorraría cerca de U\$S 37.800 millones hasta 2023.

**Perfil de vencimientos con el FMI, programa original y suponiendo un nuevo acuerdo. En millones de dólares.**

Año	Intereses Original FMI	Capital Original FMI	Intereses Nuevo Acuerdo FMI	Capital Nuevo Acuerdo FMI
2020	795	-	795	-
2021	1.666	3.621	1.600	-
2022	1.443	17.121	1.600	-
2023	623	18.157	1.600	-
2024	71	4.657	1.575	4.356
2025	-	-	1.403	4.356
2026	-	-	1.230	4.356
2027	-	-	1.058	4.356
2028	-	-	885	4.356
2029	-	-	713	4.356
2030	-	-	540	4.356
<b>2020-23</b>	<b>4.527</b>	<b>38.899</b>	<b>5.595</b>	<b>0</b>
<b>2020-30</b>	<b>4.598</b>	<b>43.556</b>	<b>12.998</b>	<b>30.489</b>

Fuente: IPyPP en base a datos de la Secretaría de Finanzas y estimaciones propias.

Si totalizamos un perfil de vencimientos de capital e interés en moneda extranjera con el supuesto de que se canjea exitosamente el 100% de la deuda con legislación extranjera (U\$S 66.200 millones) argentina (U\$S 41.000 millones), **y se alcanza un acuerdo con el Fondo de las características mencionadas, el horizonte financiero estaría despejado hasta 2023**. Y decimos “estaría” porque si bien en ninguno de estos años se destinaría más del 1% del producto a servicios de deuda en moneda extranjera, las cosas cambiarían de color si el objetivo tiende a conseguir los dólares para atender los servicios de deuda con superávit fiscal. Ello impondría una estrategia de ajuste sobre las cuentas públicas, que en el 2021 podría poner en riesgo los términos y los contenidos de la reactivación económica. Por este motivo, es preciso mencionar dos problemas que aparecen a la vista:

- 1) **No está muy claro cómo se pagarán los vencimientos hasta el 2023**. Por un lado, será necesario apuntalar una importante recuperación de la actividad a partir del alivio conseguido. Pero esta idea entraría en contradicción con cualquier intento de ajuste de las cuentas públicas destinado a pagar la deuda.

- 2) **A partir del 2024, las cosas empiezan a complicarse.** A partir de ese año los servicios en moneda extranjera generan **necesidades superiores a los U\$S 10.000 millones**, equivalentes **a más del 2% del PBI proyectado**. Recordemos que el propio FMI estableció un límite de sostenibilidad del 3% del PBI para los servicios en moneda extranjera. Bajo esta óptica, un acuerdo con el Fondo de las características mencionadas superaría a partir del 2025 el límite establecido por el propio organismo<sup>12</sup>. Y esto sin mencionar las dificultades que contiene establecer proyecciones macroeconómicas realistas. De hecho, las proyecciones de PBI fueron tomadas de la presentación confeccionada por Guzmán antes de conocer la profundidad de los efectos de la pandemia.

**Vencimientos proyectados 2020-30 incluyendo un supuesto nuevo acuerdo con el FMI.**  
Cifras en millones de dólares.

Nuevo Perfil de Vencimientos (Legislación Extranjera + Argentina + Proyección pagos FMI)					
Año	Intereses	Amortizaciones	SERVICIOS TOTALES	PBI Proyectado	Servicios Moneda Extranjera / PBI
2020	795	-	795	418.000	0,2%
2021	1.753	1	1.754	435.000	0,4%
2022	2.832	1	2.833	450.000	0,6%
2023	3.451	1	3.452	463.000	0,7%
2024	4.374	5.816	10.190	475.000	2,1%
2025	4.541	11.261	15.802	488.000	3,2%
2026	4.319	11.260	15.579	501.000	3,1%
2027	4.064	12.064	16.128	515.000	3,1%
2028	4.127	13.930	18.057	529.000	3,4%
2029	3.821	13.930	17.751	543.000	3,3%
2030	3.603	12.928	16.531	558.000	3,0%

Fuente: IPyPP en base a datos del Ministerio de Economía y la OPC.

Lo que queda en evidencia es que el acuerdo alcanzado **no resuelve el problema de la deuda. Una deuda que no tiene solución financiera, en la medida que fue tomada sin evaluar la capacidad de repago y sin contemplar las exigencias administrativas y legales.** Una deuda que por estos motivos es **ilegítima**, y que obliga a la Argentina a volver a los mercados de crédito en unos años para endeudarse y cancelar el capital que vence, estableciendo una lógica de endeudamiento perpetuo. Lógica que depende de variables en

<sup>12</sup> En esta simulación no se incluyen los pagos adeudados al resto de los organismos internacionales, que promedian unos U\$S 2300 millones por año en el trienio 2021-23.

las que nuestro país no incide, como la tasa de interés internacional (y su relación con la tasa de crecimiento económico) y los términos del intercambio (que determinan buena parte del volumen del saldo comercial).

Por lo dicho, no hay solución financiera para la cuestión del endeudamiento. En lo inmediato, será fundamental plantear duramente las negociaciones con el FMI, poniendo en evidencia su corresponsabilidad con el daño causado al otorgar un préstamo que terminó financiando la fuga de capitales, lo cual representó una violación a su propia carta constitutiva. **Posición que Argentina necesita sostener pese al carácter de socio estratégico que hasta el momento le asigno al organismo en esta negociación.** El panorama futuro adquiere una mayor complejidad ya que **el problema no es cuánto pretenderá cobrar el Fondo, sino que la cuestión central del debate serán los condicionamientos de política económica que se establezcan en la futura relación con el organismo.** Una manera de reconocer los errores cometidos es no someter a la Argentina a nuevos condicionamientos que impongan más ajuste y postergación de los sectores populares.

En síntesis, **no es razonable festejar cuando los acreedores y el poder económico concentrado lo hacen.** Y no lo hacen por casualidad. El acuerdo prácticamente no supone quita de capital y las tasas de interés comprometidas por la Argentina - si bien son inferiores a las que pagábamos - son ciertamente elevadas frente a un mundo de tasas cero. Festejan porque el país se ha comprometido a mantener hacia el futuro un flujo permanente de intereses y asume que tendrá que recurrir al sistema financiero internacional, no para financiar su desarrollo, sino para cancelar con nueva deuda los vencimientos de un capital impagable. Pero más allá de esta cuestión de orden estructural que sigue estando pendiente de solución, **el acuerdo le otorga oxígeno financiero a la Argentina para el presente período gubernamental en lo relativo a los vencimientos de deuda en moneda extranjera con los acreedores privados. Sin embargo, que ese oxígeno pueda ser aprovechado en función de la reactivación que el país necesita dependerá, en última instancia, del tipo de negociación que se alcance con el FMI.**

## ANEXO

### **Sobre la importancia de la discusión legal, el mecanismo de reasignación y Pac-Man**

El default argentino del 2001 puso en discusión la mecánica de los procesos de reestructuración de deudas soberanas que sufrían la injerencia de fondos buitres, quienes conspiraban contra el derecho soberano de negociar nuevas condiciones sustentables para las mismas<sup>13</sup>. La posibilidad de bloquear fácilmente un canje al ser exigible unanimidad de los acreedores generó inestabilidades globales y llevó a que Anne Krueger (en ese momento, mandamás del FMI) planteara un enfoque financiero “legal” que sea vinculante para todas las partes y regido por una institución supranacional, que podría haber sido el mismo FMI, el G20 o la ONU. Esta idea estuvo sostenida también por Joseph Stiglitz, el mentor de Martín Guzmán. La idea era evitar el oportunismo de los buitres reconociendo el derecho de los países a reestructurar sus deudas a partir de condiciones de sustentabilidad y minimizando los costos.

Pero este planteo fue boicoteado por los centros financieros mundiales<sup>14</sup> que postularon una salida “contractual” basada en el derecho de los acreedores con el remanido argumento de que el planteo “legal” y “centralizado” implicaría mayores tasas de interés y menos crédito para los emergentes. Así nacen las **Cláusulas de Acción Colectiva (CAC´s)**, que admiten el cambio en las condiciones contractuales de los bonos juntando una mayoría de acreedores. Así, se reduce el riesgo legal de que los holdouts bloqueen el proceso de reestructuración.

Los canjes argentinos 2005-2010 incorporaron **cláusulas “de primera generación”** con CAC´s que permiten cambiar condiciones de los títulos con el acuerdo del **85% del total de estos y con el 66,66% de cada serie (Fideicomiso 2005)**. También se puede modificar un bono individual con el 75% de adhesión. Pero después de la crisis del 2008 y de las intervenciones de los fondos buitres en las reestructuraciones griegas surgieron las **CAC´s de “segunda generación”** que fueron adoptadas por el IMCA (International Capital Market Association). Con estas nuevas pautas - menos restrictivas que en 2005 - se emitieron las series de bonos durante el gobierno macrista en el marco del Fideicomiso 2016, que era estándar internacional.

En el marco del **Fideicomiso 2016, el consentimiento para cambios en las condiciones se logra con el 66,6% del total de la deuda y el 50% de cada serie**. Pero también se incorpora la posibilidad de hacer agrupaciones con una mayoría del 75% aunque no se alcancen las

---

<sup>13</sup> Es recordado el caso de Perú donde el Fondo Elliot compró deuda en default en 1994 para cobrar en 2000 una cifra astronómica.

<sup>14</sup> Londres y New York monopolizan el 50% de las emisiones de deuda de países emergentes.

mayorías en alguna serie garantizando que las modificaciones sean “uniformemente aplicables” entre los instrumentos. Efectuado el canje, el Estado puede aplicar un **criterio dual (66,66% del total y 50% de cada serie) o simple (75% del total)**. Además, se eliminó toda referencia al “pari passu”. **Estas pautas intentan dificultar un bloqueo de parte de holdouts** que, de haber tenido la minoría de una serie de emisión reducida, esto ya les alcanzaba para bloquear la totalidad de la reestructuración.

No obstante, la **propuesta argentina del mes de abril** va un paso más allá –siempre dentro de la interpretación de la letra del Fideicomiso– **permitiéndose** (además de la reasignación de series descripta) **aplicar ex post sucesivos canjes**. Reasignar series excluyendo del canje aquellas donde no se consiga el porcentaje exigido permitirá canjes parciales que someterán a quienes no adhieran habiendo conseguido el 75% de una serie vía la CAC, y en una segunda etapa realizar un nuevo canje donde se contará ya no con el 75% sino con el 100% de esa serie. A partir de ahí se organiza un nuevo canje (en mejores condiciones que el anterior, asegurando la participación de los ya adheridos) pero con la masa crítica total de las series canjeadas. Este mecanismo sucesivo de canjes parciales se conoce como **“Pac-Man”**. Y centralmente, **subsume la nueva emisión bajo el Fideicomiso 2016 eliminando los privilegios del de 2005, como el pari passu, las CAC’s restrictivas y la posibilidad de litigar siendo una ínfima minoría**.

En resumen, con la propuesta de abril Argentina podía excluir determinadas series del canje y así modificar el universo a canjear sobre el cual se estima el nivel de aceptación de la propuesta y así cumplir -en las que si se consigan mayorías- con las CAC’s. Y luego ir repitiendo el proceso por etapas.

### **La dura batalla por “la letra chica”**

La posibilidad de Argentina de ir administrando el canje por etapas sucesivas y subsumir las nuevas emisiones bajo el Fideicomiso 2016 fueron, junto con la diferencia económica, **la base de la escasa aceptación de la oferta de abril de 2020**<sup>15</sup>. A partir de ahí se generaron múltiples propuestas de uno y otro lado, acercando las puntas sensiblemente. En el mes de junio, la Argentina presenta una nueva oferta (no oficial) valuada en U\$S 50 de VPN<sup>16</sup> (a 10% de tasa de descuento) más un cupón atado a exportaciones. El grupo de fondos con mayor

---

<sup>15</sup> No se publicaron datos oficiales, pero se supone una adhesión menor al 20%.

<sup>16</sup> En un acto sin precedentes, el FMI “sugiere” que la propuesta argentina a bonistas debería alcanzar ese 50% al 10% de tasa de descuento.

tenencia auto declarada (Ad Hoc y Exchange Bondholders) presentaron una oferta valuada en U\$S 58 más un cupón asociado al crecimiento del PBI.

La velocidad de acercamiento de las puntas en lo cuantitativo contrasta con la distancia en las llamadas cláusulas legales o para algunos medios de comunicación "letra chica", que demostró en la dinámica relatada ser el eje central del conflicto hasta ese momento irresoluble. **El planteo de junio del grupo AdHoc+Exchange contenía cláusulas completamente inadmisibles para el país:**

- a) Que todos los nuevos bonos se emitan bajo el Fideicomiso 2005, lo que implicaría volver a CAC's del 85% e impedirían la reasignación y el Pac-Man. Además, que todas las nuevas emisiones de deuda argentina sean con este Fideicomiso.
- b) Que Argentina renuncie a reasignar bonos a posteriori del canje, impidiendo el Pacman.
- c) Que en caso de default los bonos activen una tasa adicional del 2% por encima de la contractual.
- d) Que se aplique el mismo tratamiento a los bonos a reestructurar con legislación argentina.
- e) Que el producido de futuras emisiones de deuda se apliquen en un 50% a cancelar los bonos a reestructurar.
- f) Que incumplir con la revisión macroeconómica frente al FMI (Art. 4) sea evento de default.
- g) Que se renuncie a la inmunidad soberana de entes del sector público como BCRA, BNA o FGS.

En el lenguaje de los fondos, estas condiciones permitirían bajar el riesgo de incumplimiento y la tasa de salida, y por lo tanto mejorar el valor de los bonos post canje. En lenguaje soberano, estas representaban un insulto y una afrenta al país. Y dicho en términos concretos, **ya no se hablaba de dinero sino de quebrar al ministro Guzmán en su cruzada por recuperar espacios estatales frente al abuso de poder del capital financiero sobre los países.**

Así las cosas, el presidente Fernández mandó un mensaje a los acreedores donde se plantaba en U\$S 50 de VPN (aconsejado por el propio FMI) y que no aceptaría el chantaje de los bonistas. La pretensión de generalizar en la reestructuración el Fideicomiso 2005 permitiría que algún bonista con el 15% de los títulos elegibles bloquee toda la reestructuración. Esta revulsiva provocación de parte de BlackRock llevó a que incluso Mark Sobel (ex representante de EE.UU.

ante el FMI y mentor de las CAC's mejoradas) advierta sobre la gravedad de que Argentina acepte ese acuerdo<sup>17</sup>.

Finalmente se conoce la segunda propuesta formal de Argentina el 6 de julio, en la cual se modifica cuantitativamente la oferta y se plantea que los bonos 2005-2010 sigan regidos por el Fideicomiso 2005 y los bonos macristas por el Fideicomiso 2016, manteniendo las condiciones de abril respecto a la reasignación ex ante y ex post. Pero previendo que se pudiera argumentar un abuso de la estrategia, se definió un umbral mínimo del canje que legitime el mismo y las acciones posteriores. En consecuencia, el canje se ejecutará solo si:

- 1) Se consigue más del 66,66% de adhesión del stock total de bonos, o
- 2) Aceptan la oferta un conjunto de bonistas que tengan más del 50% del stock 2005-2010 y más del 50% del Fideicomiso 2016.

Mas allá que los umbrales mínimos, la compensación por intereses devengados y que los que no acepten la oferta y sean arrastrados por las CAC's vayan al bono 2046 que no tiene derecho a RUFO (cláusula de mejor opción) serían determinantes para la aceptación, el conjunto de bonistas agrupados<sup>18</sup> rechazó en conjunto la propuesta. Pero casi de inmediato los tres comités de bonistas se cartelizaron y presentaron una contraoferta que mantenía la estructura de los bonos presentado por Argentina con mejoras en los intereses y un aumento sustancial<sup>19</sup> (un cupón del 4,9%) del interés del bono 2030 que reconoce los intereses devengados impagos. Esta propuesta se valuó en U\$S 56,6 a una tasa de descuento del 10%. Pero: a) dejan de exigir el Fideicomiso 2005 para todos y aceptan que los tenedores de Globales queden en el 2016; b) piden modificaciones para que se limite la redesignación y se restrinjan las votaciones agregadas (o sea, que se limite el Pac-Man; c) abandonan la pretensión de renuncia a la inmunidad de entes estatales y la obligación de cumplir con el Art. IV frente al FMI; d) aceptan los términos de la cláusula RUFO contenida en la propuesta argentina de abril; e) solicitan se agreguen dentro de los Fideicomiso de los nuevos bonos como Asuntos Reservados (los que necesitan para su modificación mayorías especiales) elementos que no

---

<sup>17</sup> LPO 24/6/20 Mark Sobel "Sería un precedente dañino para los demás países que Argentina acepte la letra chica que pidieron los acreedores".

<sup>18</sup> Los tres grupos más representativos sumaron otros tenedores y dicen sumar entre todos el 60% de la emisión de los bonos 2005-2010 y el 50% de los bonos posteriores.

<sup>19</sup> Se entendió como un mensaje chicanero y amenazante para el gobierno, ya que una tasa del 4,96% es la que el FMI pasaría a cobrar si el crédito, superando el 187,5% de la cuota argentina, se mantiene por más de tres años. Hoy Argentina paga el 3,96%.

figuran como tales<sup>20</sup>; f) plantean como requisito que Argentina publique datos de su deuda pública, incluyendo la provincial y de empresas estatales.

## **Del rechazo al acuerdo**

El núcleo de fondos liderado por BlackRock envió una carta al ministerio de economía el 27 de julio instando a abrir una nueva ronda de negociaciones y cerrar un acuerdo. Pero la respuesta oficial siguió siendo dura: la oferta no se toca. Sin embargo, se hicieron públicas gestiones del MECON ante representantes de BlackRock sobre la posibilidad de una eventual reforma a las cláusulas de reasignación de los títulos soberanos, llegando a publicarse que:

*"Esa modificación está bajo estudio del International Capital Market Association (ICMA), el Fondo Monetario Internacional (FMI), el G20 y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Si la reforma jurídica llega a tiempo, y de verdad no afecta las finanzas del país, Alberto Fernández se comprometió a incorporarla en la oferta ya presentada en la SEC"<sup>21</sup>.*

Sin embargo, esa semana concluyó con una total incertidumbre, llegando a vislumbrarse la posibilidad de llegar al 4 de agosto con la caída de la propuesta y la declaración formal de default. Pero ese fin de semana se comunica que el arreglo con el grupo de fondos se había cerrado, lo que se formaliza con el comunicado del 4 de agosto<sup>22</sup>. La última y definitiva propuesta argentina presenta sutiles cambios en los flujos de pagos y posterga el límite de aceptación al 24/8. Respecto a las definiciones de orden contractual se lee en el comunicado:

*"Argentina, sujeto a la oportunidad en que se evidencie su apoyo por parte de la comunidad internacional en sentido general, ajustará ciertos aspectos de las cláusulas de acción colectiva en los documentos de los nuevos bonos para abordar las propuestas presentadas por los miembros de la comunidad acreedora, las cuales buscan fortalecer la eficacia del marco contractual como base para la resolución de las reestructuraciones de deuda soberana. El acuerdo de los Acreedores que brindan respaldo con respecto a los términos de*

---

<sup>20</sup> Este tema no tuvo relevancia mediática, pero es relevante, ya que los puntos son: a) Identidad del Deudor, b) Lugar de Pago, c) RUFO, d) re-restricción de asignación, e) restricción de agregación, f) aceleración, procedimientos y umbral.

<sup>21</sup><https://www.infobae.com/economia/2020/07/27/exclusivo-blackrock-y-sus-aliados-istan-a-alberto-fernandez-a-negociar-ante-la-posibilidad-de-un-default/>

<sup>22</sup><https://www.argentina.gob.ar/noticias/argentina-y-tres-grupos-de-acreedores-alcanzan-acuerdo-de-reestructuracion-de-deuda>



*reestructuración detallados más arriba está expresamente sujeto a que los documentos de los nuevos bonos de Argentina, incluya estos ajustes propuestos...”.*