



UBS

Contra-propuesta de bancos: Sigue mejorando la oferta en la económico pero no en lo legal

Mientras el gobierno no envíe la enmienda a la SEC aún queda margen: impacto en el mercado

03/07/2020

Reestructuración: Banco intermediario acercó una propuesta para acreedores, los más importantes la rechazarían

Viernes, 03 de Julio 2020
12:30 hs Buenos Aires

Activo bajo análisis

Deuda Soberana ley extranjera y local, cedears y fondos

Vigencia

Desde el 03/07 hasta el 15/08

UBS presentó una nueva propuesta de consenso entre gobierno y acreedores, con el patrocinio del grupo acreedores ACC que es el tercero en importancia (10% de toda la deuda serie globales) pero no habría indicios de aceptación en los grupos más grandes.

RESUMEN

Contra propuesta del banco intermediario da información clave de hasta donde podría llegar Argentina previo a la presentación de la enmienda ante la SEC, la oferta final, teniendo tiempo hasta el 17 de julio. El 22 de julio vence el periodo de "cura" del default del 22 de abril de los globales, no habiendo impedimentos para la aceleración de deuda.

La iniciativa de UBS:

1. Preservar los derechos de los fondos que tienen bonos canjeados en 2005 y 2010. Es decir: los nuevos títulos deben reconocer esos derechos especiales en relación a las normas que hoy existen en el sistema financiero.
2. Adelantar el pago de los cupones, iniciando el 29 de julio de 2021, en lugar del 15 de noviembre de ese mismo año.
3. Pago de intereses devengados de capital acorde a la fecha de aceptación del ingreso al canje.
4. Reducción de la quita del capital al dos por ciento del total.
5. Sólo habrá re-asignación si ya están consolidadas las mayorías en las Cláusulas de Acción Colectivas (CAC). Es decir: se permite ex post, cuando se comprobó que se alcanzaron los porcentajes previstos en cada contrato de los títulos soberanos.
6. Se descarta el Value Recovery Instrument (VRI) en cualquiera de sus formas.
7. Se respetarán todas las disposiciones establecidas por la International Capital Market Association (IMCA)

CALENDARIO:

06/07 Impago AL28, AL36
07/07 YPF paga 28 mil millones de Pesos en Deuda colocada en el EXTERIOR. Mayormente tenedores de afuera. Es una Badlar, colocada en NYC y Luxemburgo
09/07 Vence Periodo de gracia de PBJ21-PBMJ21
11/07 Impago de A2E3, A2E8 y AE48
17/07 Vence oferta original del gobierno presentada el 17/04. A partir de t+1 si quiere seguir negociando debe presentar una nueva oferta.
20/07 IRCP debe pagar 150 millones de dolares (avisaría 72hs antes del pago)
22/07 Vence periodo de "cura" ante una aceleración de AA21, AA26 y AA46
26/07 Impago de A2E2 y A2E7
27/07 Vence plazo de 2º oferta de canje con enmiendas de ultima oferta presentada el 17/04
28/07 ISDA declara evento AC17
01/08 ISDA declara evento Discount
06/07 Impago AL28, AL36
11/07 Impago de A2E3, A2E8 y AE48
26/07 Impago de A2E2 y A2E7

Análisis de la contra-propuesta del UBS: Mejora en 3.5 dolares la oferta ultima del gobierno.

Tiene consenso de los acreedores ACC, encabezados por Martínez de Fintech (10% de los globales)

... la oferta tiene como clave el acelerar a 2021 los pagos de renta, reducir la quita de capital en el tramo más corto. Favorece a los bonos globales sobre los Exchange 2005, una clara estrategia del UBS de seguir presionando para romper la unión de AD-HOC y los tenedores de PAR y Discount de 2005.

Valor presente neto de cada nuevo instrumento descontado a la correspondiente Exit Yield aplicando la quita de capital											
Instrumento viejo*	Instrumento nuevo	Quita de capital	Exit Yield								
			7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Globales (c/cap)	2030	2%	\$ 68,03	\$ 63,88	\$ 60,04	\$ 56,48	\$ 53,18	\$ 50,11	\$ 47,26	\$ 44,61	\$ 42,14
Globales (c/cap)	2035	3%	\$ 70,13	\$ 63,70	\$ 57,98	\$ 52,87	\$ 48,31	\$ 44,23	\$ 40,57	\$ 37,28	\$ 34,33
Discounts	2038	0%	\$ 74,62	\$ 68,03	\$ 62,17	\$ 56,95	\$ 52,28	\$ 48,09	\$ 44,33	\$ 40,95	\$ 37,90
Pares	2041	0%	\$ 69,00	\$ 62,44	\$ 56,66	\$ 51,55	\$ 47,02	\$ 42,99	\$ 39,41	\$ 36,20	\$ 33,32
Globales	2046	3%	\$ 69,19	\$ 62,63	\$ 56,91	\$ 51,91	\$ 47,50	\$ 43,61	\$ 40,16	\$ 37,09	\$ 34,35
NPV promedio contra-oferta 1/7			\$ 70,19	\$ 64,14	\$ 58,75	\$ 53,95	\$ 49,66	\$ 45,81	\$ 42,34	\$ 39,23	\$ 36,41
NPV promedio oferta III			\$ 66,51	\$ 60,48	\$ 55,13	\$ 50,39	\$ 46,16	\$ 42,38	\$ 39,00	\$ 35,96	\$ 33,22
NPV promedio oferta II			\$ 63,18	\$ 56,69	\$ 51,51	\$ 46,92	\$ 42,84	\$ 39,20	\$ 35,96	\$ 33,05	\$ 30,44
NPV promedio oferta I			\$ 56,85	\$ 50,87	\$ 45,65	\$ 41,08	\$ 37,05	\$ 33,51	\$ 30,37	\$ 27,59	\$ 25,12

Estrategia de Argentina y detalles legales:

... Argentina no cambiará estructura legal y aún se muestra favorable para usufructuar las cláusulas de “re-designación de grupos” para conseguir los votos, esto es lo más controversial. La estrategia “pac-man” de canjes parciales es un hecho, pero el riesgo de los rea-agrupamientos de bonos para marginar a los que inicien demandas, es lo que afecta el cierre final. Argentina mostró una estrategia agresiva desde el comienzo, y eso tendrá consecuencias con los Ley 2016, bonos que los acreedores hoy ven como instrumentos que no brindan la suficiente protección legal, y es lo que buscan cambiar.

... la estrategia de Argentina hoy es la siguiente: los bonos globales 21 y 22 están concentrados en menos manos y por eso son más fáciles de bloquear (no llegan al 50% de aceptación CACs). Con la redesignacion podrían dejarlos afuera y canjear otras series. Así lograrían masa crítica como para lanzar un nuevo canje single limb y “levantar” al 21 y/o al 22. Táctica de canjes parciales.

.... los Globales que están bajo los prospectos internacionales de 2014 tienen cláusula de “single limb” donde que no necesitan el 50% de la serie. Pueden avanzar con la reestructuración teniendo bonos que no tengan un solo voto a favor. Por eso también los bonos 2005 están más protegidos, ya que no tienen single limb. Ahí se necesita siempre un mínimo de 66%

... Argentina tiene todo para perder con los Indentures 2005, que harán valer sus prospectos, pero en los Globales jugarán sucio dentro de lo que permite y habilitan las CACs de 2014 que argentina adopto en 2016, la estrategia pac-man de ir por series podría no tener sustento en las cortes si los fondos demandan, pero la estrategia de reagrupamiento de bonos podría ser un cisne negro para Argentina si insisten con esas cláusulas. En los 2016 todo esto se ahorra con una oferta final que se acerque a los 56-57 USD, en los Exchange no hay negociación viable, conviene litigar y ganarle a la Republica.

La estrategia de la CNV y BCRA a mediano plazo generan un nuevo equilibrio de oferta y demanda en el dólar bolsa, pero con un volumen sensiblemente inferior: que debemos de mirar

Normativa que afectó a importadores, empresas y fondos

CNV

Rg835 Resolución sobre los fondos bimonetarios, imposibilidad de suscribir con pesos.

Rg836 Primer gran limitante: 75% de la tenencia debe ser en moneda de curso legal del país. 25% en usd

Rg838 Los Dolar Linked son considerados dentro del 75%.

Rg841 Limita el parking a personas jurídicas a 5 días, eso afecta a fondos.

BCRA

Circular A 7001

Circular A 7030

Circular A 7042

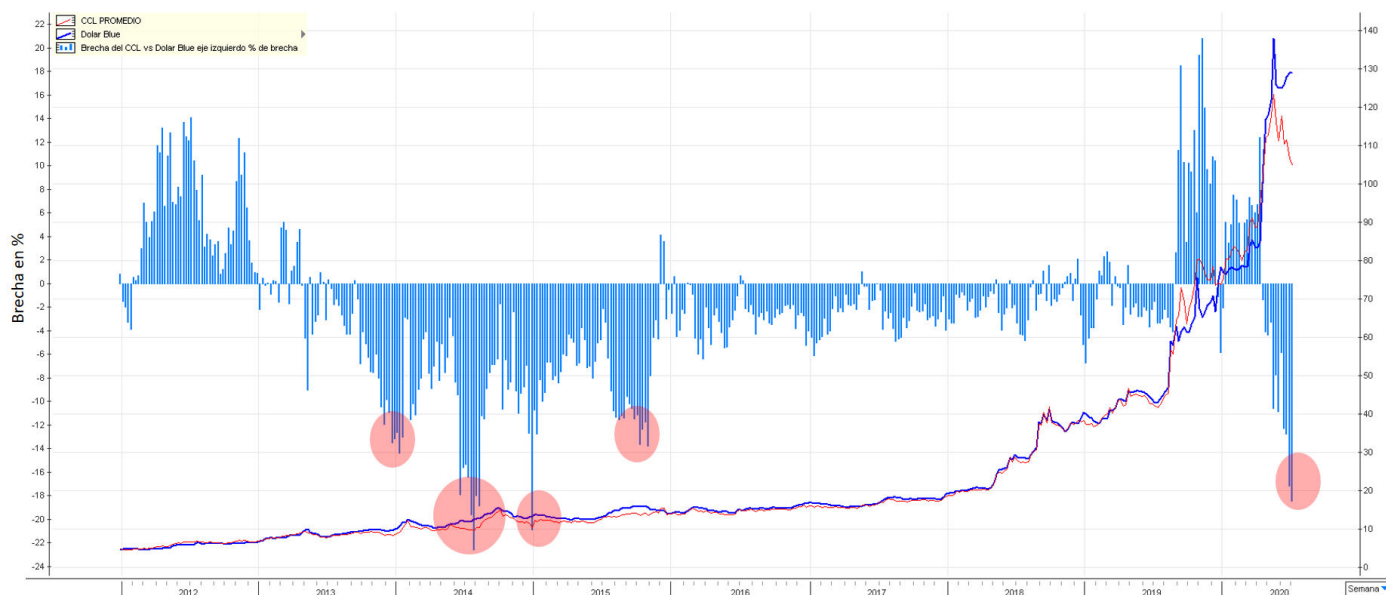
Estas resoluciones quitan capacidad de replicar las realidades subyacentes de demanda de dolares en la plaza y amplifican los excesos de oferta. Sin los FCIs, aseguradoras y empresas con capacidad de demandar dolares sin sufrir alguna clase de penalización, la capacidad de replicar el dólar bolsa al dólar informal queda en manos de las personas físicas que solamente sufren el parking de 5 días. Lo que origina una “hoya a presión” por un desequilibrio cambiario que bajo circunstancias normales debería ser sensiblemente más alto, creando el incentivo con el tiempo de alocar cada vez más capital en estos instrumentos pese a las limitaciones, porque el “verdadero dólar del instrumento” es un rango no muy lejano al que tiene el dólar informal.

El momento clave es cuando el importador con tenencia en el exterior que hace una repatriación de dolares comprados en MULC previo a la A 7030, por dólar contado liquidación inverso, trayendo la especie C, haciendo parking de 5 ruedas, convirtiéndola en especie D y vendiéndola contra Pesos, deja de tener capital disponible para realizar la operatoria. Si bien hoy tiene el incentivo para hacerlo con capital previo a las resoluciones del BCRA que comenzó a monitorear el uso de ese capital, alocado en el exterior y transferido por medio del mercado oficial de cambios, una vez usado ese dinero disponible, la plaza del dólar bolsa pierde sobrante de títulos comprados afuera para repatriar, y eso reduce sustancialmente la sobre-oferta, quedando el mercado en equilibrio con una menor demanda por las resoluciones del BCRA y CNV que impide hacer MEP para importadores, empresas y fondos, pero también para la oferta que ya no tiene demanda en el exterior de los títulos porque el stock de “disponibilidades” de la A 7030 se redujo sustancialmente.

No hay una fecha certera de cuando este capital podría terminarse, pero sabemos que ocurrirá, por lo tanto, el guía del mercado hoy es el Dólar Informal, que brinda información de hasta donde podría ajustarse el Dólar Mep y CCL.

CEPO 2011-2015: El dólar blue fue referencia del dólar Mep y CCL.

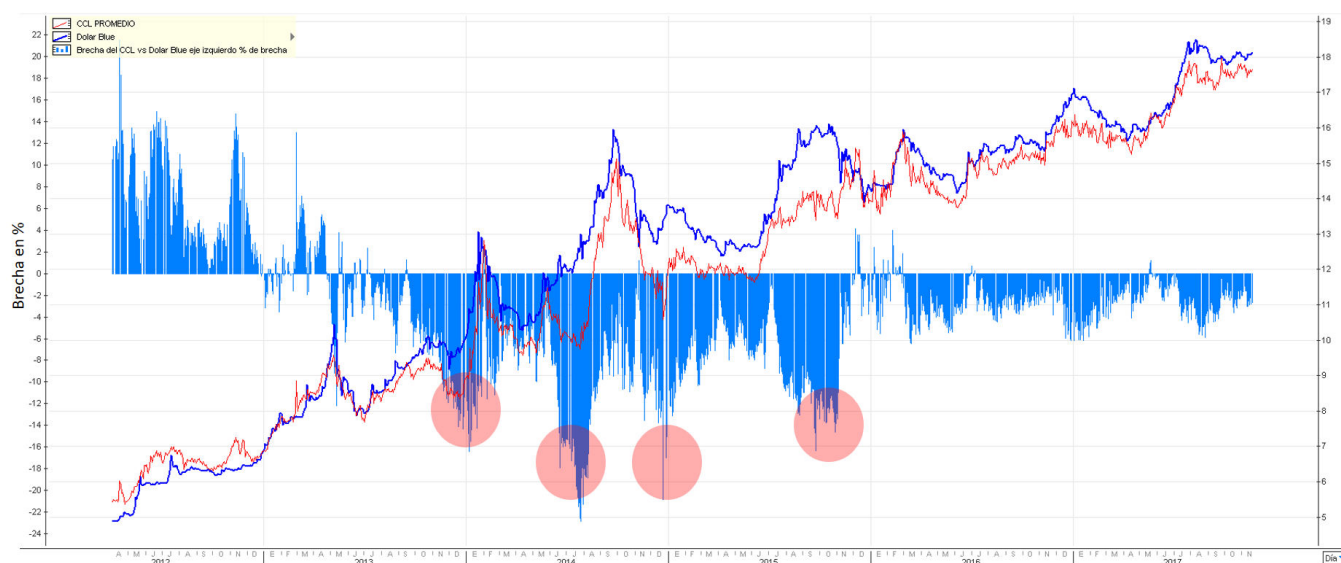
... la brecha entre el dólar MEP+CCL v Dólar Blue existió en el anterior cepo. Siempre convergieron a mediano plazo y el ajuste podía ser combinado. Eso dependía del grado de intervención. Si el regulador generaba una apreciación del CCL ajustaba la brecha luego el dólar CCL y MEP, si el Blue subía más rápido que los otros dolares luego el ajuste lo hacía el Blue contra los dolares formales.



Fuente: Propia

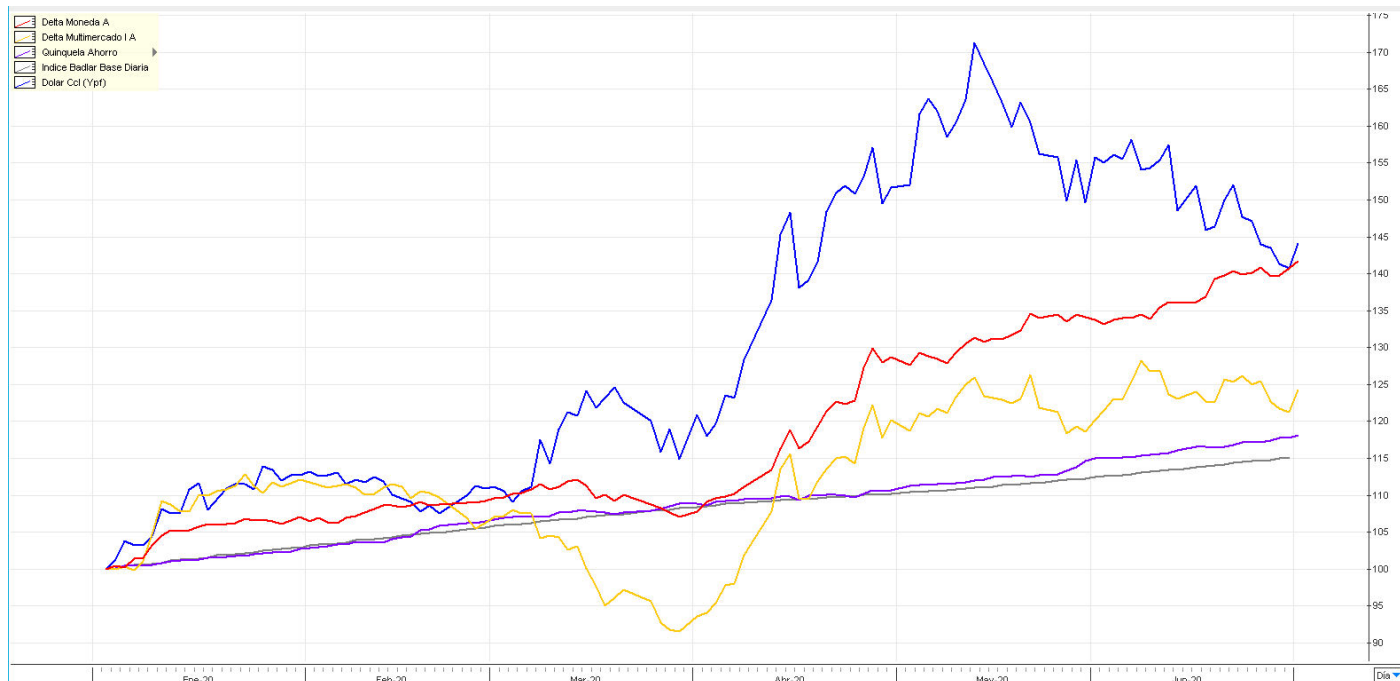
... la brecha promedio entre Dólar Blue y dólar mep y ccl estuvo entorno al 12%, pero cuando ajustaba por encima del 20% ocurrían los ajustes. La actual brecha entre Blue y Mep-CCL es de 18.3% (129 v 109) con un pico de 21% (126 v 104).

... en el cepo anterior entre 2011-2015 el ajuste ocurría principalmente por CCL. Por eso esperamos que la CNV en breve saque una nueva resolución para crear sobre-oferta en el CCL por 200-225 millones de dolares, con un desarme de posiciones de los fondos que no podrán seguir valuando a dólar CAFCI las tenencias en pesos de fondos que tienen de contraparte un título en dolares (solamente afecta a los bonos que se suscriben en pesos).



Fuente: Propia

... esto impactará en los fondos con tenencia aún de subyacente en dolares (no los dollar linked sino bonos y ONs que pagan en dolares a vencimiento sin conversión a tipo de cambio oficial. Quedando solamente los fondos de acciones como replicadores “puros” de CCL siempre y cuando el subyacente en el exterior no baje de precio en USD



Fuente: Propia

ESTRATEGIA

Con una brecha del 18% entre el informal y el CCL sigue siendo favorable el posicionamiento en CEDEARs de baja volatilidad (WMT, COSTCO, Gilead)

1. Ante el riesgo de regulaciones que afecten a los FCI's mas expuestos al CCL, se sugiere desarmar posiciones en SBS Estrategia y el Galileo Premium. Y armar posiciones 50% en WMT y 50% en ONs en dolares corporativas que se pueden adquirir en pesos y replican al CCL, como IRC10 y VSC10 que aun cotizan bajo a la par. El rendimiento en dolares es bajo (menor al 12%). La otra opción es hacer MEP contra parking de 5 ruedas en el AY24 y quedarse estacionado en cash con el 50% y esperar una baja en las ONs para asignar nuevamente capital, suscribiendo esta vez en USD las ONs.
2. Esperamos que previo al cierre del 17 de julio ocurra un evento de volatilidad en la renta variable, lo que podría favorecer a bancos. Creemos que Argentina hará un último intento con aceptación relevante pero no suficiente. Para en agosto volver a una tendencia negativa para las acciones. Focalizarse principalmente en bancos, pampa holding y Byma (estrategia segunda quincena de julio)

ANEXO

Counter Proposal Overview

Adjustment to Argentina's Proposal

- This Counter Proposal is compliant with Argentina's debt sustainability framework and published guidelines
- To bridge positions between the Republic of Argentina and its creditors, we suggest the following adjustments to the latest Argentina's cleansed June 8th Proposal:
 - Maintain 2005 Indenture for 2005/2010 Eligible Bonds
 - Change of payment dates for each of the New Bonds from May 15th and November 15th of each year to January 29th and July 29th, with payment beginning on the latter in 2021.
 - 2030 PDI bond maintains Argentina's structure, with the changed payment dates.
 - Decrease Haircut on G1's to 2.00%
 - 2041 Par bond amortization starts on January 2027, keeping the same maturity date on July 2041 (30 amortization payments).
 - Participants of eligible bonds will receive the new 2030 PDI Bond for the amount of the accrued interest up to July 29th, 2020 (expected settlement date); non participants will be entitled to receive the new 2030 PDI bond for the accrued up to April 21st, 2020
 - Participants of eligible global bonds will have the option to exchange into the 2030 exit bond within the established maximum cap, provided that within participants G1 will have first priority, followed by G2 participants and then G3 participants. Applicable haircut for those who choose the new 2030 exit bond will be 2.00%
- The Exchange's effectiveness should be conditioned on meeting the two limb Collective Action Clauses Thresholds in the relevant Indentures (the "CAC Thresholds")
 - Subject to the Republic of Argentina disclosing potential litigation risk in the offering documents, the Republic of Argentina may, if holders of Eligible Bonds representing more than 66 2/3% of the aggregate face value of all Eligible Bonds tender into the Exchange, treat certain series of Eligible Bonds as not having been tendered in order to meet CAC Thresholds for the remaining Eligible Bonds
- New instruments should be ICMA compliant, including the latest form of creditor engagement provisions
- The parties in agreement with this Counter Proposal are willing to Agree in Principle with Argentina under these Terms and Conditions and publicly support such a deal when it is launched
 - In accordance with best practices and IIF and ICMA Principles, fees and Expenses for Creditor Committees and other relevant creditors should be recognized and reimbursed (by investors through a waterfall)



Mens Sana Advisors

1

Counter Proposal – Summary Terms¹

	Modified Offer											
	2030 PDI		2030		2035		2038 DISCO		2041 PAR		2046	
	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR
Amortization Start Date	29-Jul-26		29-Jan-25		29-Jan-31		29-Jan-28		29-Jan-27		29-Jan-25	
Maturity Date	29-Jan-30		29-Jul-30		29-Jul-35		29-Jul-38		29-Jul-41		29-Jul-46	
Amortization Frequency	Semiannual											
Coupon Payment Frequency	Semiannual											
Capitalization of Interests	No											
Interest Accrual Date	29-Jul-20											
Max Coupon	1.000%	1.000%	2.125%	1.375%	5.000%	4.250%	5.000%	4.250%	4.875%	4.500%	5.000%	4.250%
Nominal (Billion USD) ²	1.85B\$	0.53B\$	9.50B\$	2.90B\$	17.25B\$	2.48B\$	5.58B\$	6.38B\$	5.39B\$	7.13B\$	8.50B\$	0.83B\$
Nominal Haircut	0%	0%	2%	2%	3%	3%	0%	0%	0%	0%	3%	3%

Coupon Summary

Year	2030 PDI		2030		2035		2038 DISCO		2041 PAR		2046	
	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR
2020	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
2021 ³	1.000%	1.000%	0.125%	0.125%	0.125%	0.125%	0.125%	0.125%	0.125%	0.125%	0.125%	0.125%
2022	1.000%	1.000%	1.000%	0.250%	1.250%	1.000%	1.750%	1.250%	0.875%	0.250%	1.500%	1.000%
2023	1.000%	1.000%	1.625%	0.875%	2.250%	1.750%	3.000%	2.500%	1.000%	0.750%	2.650%	2.150%
2024	1.000%	1.000%	1.625%	0.875%	4.000%	3.500%	4.500%	3.750%	2.750%	2.000%	3.500%	3.000%
2025	1.000%	1.000%	1.750%	1.000%	4.500%	3.750%	4.750%	4.000%	3.750%	3.000%	4.500%	4.000%
2026	1.000%	1.000%	1.750%	1.000%	4.500%	3.750%	4.750%	4.000%	4.625%	3.875%	4.500%	4.000%
2027	1.000%	1.000%	2.125%	1.375%	4.750%	4.000%	5.000%	4.250%	4.875%	4.125%	4.500%	4.000%
2028	1.000%	1.000%	2.125%	1.375%	4.750%	4.000%	5.000%	4.250%	4.875%	4.125%	4.500%	4.000%
2029	1.000%	1.000%	2.125%	1.375%	5.000%	4.250%	5.000%	4.250%	4.875%	4.125%	5.000%	4.250%
2030+	1.000%	1.000%	2.125%	1.375%	5.000%	4.250%	5.000%	4.250%	4.875%	4.500%	5.000%	4.250%

Source: UBS Global Banking, Market Research, IMF, Republic of Argentina

Notes:

 1. Excludes Argentinean Law Instruments. Assumes valuation date of July 29th, 2020

 2. Nominal of the PDI for participants includes accrual as of July 29th, 2020 (expected settlement date); To be updated in case settlement date is delayed.

3. It is assumed that the first coupon cash payment occurs in July 2021, accrued since July 2020 (no cash interest payment in January)

2



Mens Sana Advisors

El presente informe es publicado por Bull Market Brokers S. A. (BMB) y ha sido preparado por el Departamento de Research de BMB. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de BMB para la compra o venta de los títulos valores y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión u oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que BMB considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y BMB no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. BMB no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas en el presente informe constituyen nuestro juicio y pueden ser modificadas sin previo aviso.