

Bonos del Canje Ley Nueva York: podrían no entrar al canje

La siguiente nota esboza argumentos para tomar posición en los bonos del canje 2005 emitidos bajo ley Nueva York (i.e. DICY), previo a la difusión de la propuesta para restaurar la sostenibilidad de la deuda. La línea argumental se basa en 4 pilares:

- Las cláusulas de acción colectiva de estos bonos son más exigentes que el resto de las especies Ley NY, especialmente las emitidas en la gestión Macri, después del fallo de T. Griesa.
- Las tenencias de estos títulos están muy atomizadas y el tiempo de negociación es corto, 1 máximo 2 meses.
- Las tasas de retorno de estos bonos no están tan lejos de las tasas de salida de experiencias exitosas.
- Teniendo en cuenta los tiempos del canje, la oferta que presentaría el Ministro Guzmán, según los trascendidos en prensa, implicaría una quita en valor presente para el DICY superior a las observadas en las experiencias exitosas de canje voluntario implementadas en menos de 4 meses.

La recomendación es comprar DICY, DICYD previo a conocerse la oferta del canje, la primera semana de marzo de este año. El retorno de la operación, en ausencia de default, es de ***19% anual en dólares***. Los “malos” resultados de la propuesta de Kicillof para la deuda provincial y el canje del AF20 (bono dual) podrían dar una ventana de entrada interesante ya que, creemos, el “no” ingreso al canje de esta especie es independiente de ambos eventos.

Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)

Todos los instrumentos emitidos bajo legislación extranjera gozan de cláusulas de default cruzado (i.e. la afectación sobre uno solo de estos instrumentos se hace extensiva al resto emitido bajo ley extranjera). Respecto a las CAC hay 2 subgrupos:

i) Según el prospecto del canje 2005, para una sola serie a ser canjeada, la CAC requiere una aceptación del 75% del capital. Pero para un canje con varias especies involucradas, es corte sube al 85% del total, además del 66,6% de cada una de ellas.

ii) Sobre aquellos bonos emitidos después del fallo de Griesa, en abril de 2016, el gobierno podrá ofrecer un canje sobre una única serie si cuenta con más del 75% del principal. Asimismo podrá ofrecer un canje sobre dos o más series si cumple con el 75% del principal o el 66,6% del principal agregado en las series afectadas siempre y cuando cuente con un mínimo de 50% en cada especie.

Es evidente que los bonos del canje *tienen condiciones más exigentes, lo que implica que será difícil canjearlos en 1 o 2 meses.*

Tenencias Atomizadas

La tabla debajo muestra la tenencia de los fondos de inversión por especie. Esto es, cuanto del total emitido tienen los inversores institucionales.

Especie	Porcentaje de tenencia	Legislación
AO20	5%	Local
AA21	38%	NY, post Abr-16
AY24	2%	Local
A2E2	37%	NY, post Abr-16
A2E3	62%	NY, post Abr-16
AA25	1%	Local
AA26	35%	NY, post Abr-16
A2E7	42%	NY, post Abr-16
DICA	2%	Local
DICY	15%	NY, Canje
A2E8	50%	NY, post Abr-16
AL28	22%	NY, post Abr-16
AA37	1%	Local
PARA	0%	Local
PARY	28%	NY, Canje
AA46	23%	NY, post Abr-16
AE48	47%	NY, post Abr-16
AC17	18%	NY, post Abr-16
Promedio		24%
Promedio Canje		11%
Promedio Ley NY, post Abr-16		37%

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Resulta evidente entonces que le DICY tienen tenencias atomizadas respecto a todas las especies relevadas y respecto a otros títulos ley Nueva York, emitidos bajo legislación extranjera (AA21, A2E2, A2E3, etc.). Por lo tanto, *el canje sería viable en las especies emitidas bajo la administración Macri y no en aquellas que surgieron de los canjes 2005-2010. La combinación de CACs más agresivas y tenencias más atomizadas, sumado a los tiempos de la operación, hacen difícil pensar en una operación exitosa en estas especies.*

Tasas de retorno

Actualmente el DICY cotiza cerca de los U\$S 80, lo que implica una TIR de 19%. Las experiencias relevadas de canjes voluntarios implementados en menos de 4 meses tuvieron una tasa de salida (término asociado al anglicismo *exit yield*) de:

- Ucrania 2000, 4 meses para la implementación del canje, *exit yield* 28%

- Pakistán 1999, 4 meses para la implementación del canje, *exit yield* 21%
- Uruguay 2003, 2 meses para la implementación del canje, *exit yield* 12%
- Ucrania 2000, 1 meses para la implementación del canje, *exit yield* 9%

En promedio, las experiencias de canje rápido implican una tasa de salida del 16%, 3 puntos porcentuales debajo de lo que cotiza el DICY con su estructura de pago actual. Esto sugiere que el mercado estaría descontando que estas especies podrían no ser canjeadas.

Quita en valor presente

En la actualidad el DICY cotiza U\$S 80 dólares con un valor técnico de un poco más de U\$S 140. De la ley enviada al Congreso para canjear instrumentos Ley NY surge que el ejecutivo buscará imponer 2 de 3 condiciones a los tenedores: extensión de plazo, quita de capital, reducción de cupón.

En este escenario, una oferta probable incluye:

- 9 años de extensión de plazo
- 30% de quita de cupón
- 1 año de gracia
- 10% de quita de capital.

Con una tasa de salida de 11%, el nuevo flujo implica que el DICY debería cotizar a U\$S 72, *una quita en valor presente de casi 50%* (respecto a su paridad técnica, U\$S 141,2).

En las experiencias de canje voluntario, todas con más de 80% de aceptación e implementadas en hasta 6 meses, la quita en valor presente no superó el 30%.

Conclusiones

Resulta evidente que la atomización de las tenencias del canje, la exigencia de las CAC y las “pretensiones” del Gobierno nacional (en términos de tiempo y quita en valor presente) aumentan las chances de que los bonos Ley NY emitidos entre 2005-2010 tengas altas posibilidades de quedar al margen de la operación. ***La recomendación es comprar DICY. El retorno esperado, entre 18 y 20% en dólares si los precios permanecen en la zona de los U\$S 80.***