



Propuesta de Reestructuración de Petrolera Aconcagua Energía

El pasado 17 de junio, Petrolera Aconcagua Energía (PAESA) comunicó a través de un Hecho Relevante que buscaría realizar una reestructuración de pasivos integral de manera ordenada, consensuada y transparente. Para ello había contratado a VALO Columbus como asesor financiero especializado en reestructuraciones de deuda, y a Tavarone Rovelli Salim Miani como asesor legal especializado en el tema. Luego de varias publicaciones subsiguientes, la compañía finalmente anunció las condiciones finales de la reestructuración.

A lo largo de este informe repasaremos las condiciones más importantes del canje, las características de cada una de las alternativas, y sobre el final ofreceremos tanto una aproximación al valor que podrían tener las distintas Clases ofrecidas como nuestro view general de cada una. No obstante, nos parece de suma importancia resaltar que **la recomendación es ingresar al canje. A nuestro entender, es la alternativa que maximiza la probabilidad de recobro de la deuda.** No vemos factible que la compañía sea capaz de afrontar su deuda sin conseguir el 90% de aprobación dado que, por las condiciones del *farmout agreement* con Vista Energy, esta última recuperaría las áreas que significan cerca de un 85% de la facturación de PAESA. Esto hace que la probabilidad de repago dependa casi exclusivamente del ingreso de Tango Energy como accionista de PAESA.

Condiciones Generales del Canje

La oferta de canje se encontrará vigente entre el 7 de agosto y el 15 de agosto. No obstante, el período de participación temprana finalizará el 12 de agosto, por lo que aquellos tenedores que deseen beneficiarse del Early Bird deberán presentar sus tenencias hasta esa fecha. Una vez finalizado el período del canje, Tango Energy, la compañía conformada por Vista Energy y Trafigura que podría realizar un aporte de capital por US\$36 millones en caso de alcanzar un nivel de aceptación general igual o superior al 90% del capital outstanding, tendrá 2 días hábiles para notificar a PAESA el cumplimiento o la dispensa de las condiciones precedentes bajo el Acuerdo de Inversión. El silencio de Tango Energy se considerará como una negativa a dar cumplidas las condiciones. En caso de que Tango Energy decida no avanzar con el Acuerdo de Inversión, los tenedores contarán con un período de 2 días hábiles para retirar sus instrucciones de canje. Las nuevas ONs se liquidarán a los 5 días hábiles de publicado el aviso de resultados, cuya fecha de publicación dependerá de si es necesario o no transcurrir por el período de retiro de instrucciones de canje.

Reestructuración de Obligaciones Negociables

Actualmente, PAESA posee Obligaciones Negociables a reestructurar por aproximadamente US\$200 millones. En detalle, US\$3,4 millones en ONs dollar-linked garantizadas, US\$105,6 millones corresponden a ONs dollar-linked no garantizadas, US\$73,4 millones a ONs hard-dollar no garantizadas, y \$19.300 millones a una ON en pesos.

En este sentido, la compañía ha anunciado las siguientes alternativas:

- **Clase XVIII:** se trata de una ON a 60 meses en pesos con cupón variable. Pagará un cupón anual compuesto por TAMAR más un margen que irá evolucionando con el pasar del tiempo. Los primeros 24 meses pagará un margen de 0,25%, los siguientes 12 meses 0,50%, los siguientes 12 meses 0,75% y, finalmente, los últimos 12 meses 1,25%. El esquema de amortización supone que pagará 20% a los 48 meses y 80% a los 60 meses. Aquellos quienes canjeen el título elegible por esta alternativa no recibirán un pago de Early Bird por su participación temprana, a no ser que sean reasignados a la Clase XX por exceder el monto

total de emisión disponible para esta Clase. En ese caso, recibirán un Early Bird de 0,10% del VN entregado en nuevas Clase XX. Por otro lado, recibirán nominales adicionales de la nueva Clase por el equivalente a los intereses devengados y no pagados de los títulos elegibles. El título elegible para canjear por esta alternativa es:

- Clase XIV (PECFO): \$108,8448 por cada \$100 entregados

Características Principales Clase XVIII

Año	1	2	3	4	5
Margen	0,25%	0,25%	0,50%	0,75%	1,25%
Amortización	0%	0%	0%	20%	80%
Rescate	n.a.	n.a.	100%	100%	100%

- **Clase XIX:** se trata de una ON a 60 meses *dollar-linked*. Pagará un cupón anual de 2% los primeros 12 meses, 3% los siguientes 12 meses, 4,5% los siguientes 12 meses y, finalmente, 6,75% los últimos 24 meses. El esquema de amortización también supondrá un pago equivalente al 20% a los 48 meses y el 80% restante a los 60 meses. Aquellos quienes canjeen los títulos elegibles por esta alternativa no recibirán un pago de Early Bird por su participación temprana, a no ser que sean reasignados a la Clase XXI por exceder el monto total de emisión disponible para esta Clase. En ese caso, recibirán un Early Bird de 0,10% del VN entregado en nuevas Clase XXI. Por otro lado, recibirán nominales adicionales de la nueva Clase por el equivalente a los intereses devengados y no pagados de los títulos elegibles. Los títulos elegibles para canjear por esta alternativa son:

- Clase I (PEC10): US\$100 por cada US\$100 entregados
- Clase II (PEC20): US\$101,8685 por cada US\$100 entregados
- Clase IV (PEC40): US\$101,0932 por cada US\$100 entregados
- Clase V (PEC50): US\$101,6397 por cada US\$100 entregados
- Clase VI (PEC60): US\$100 por cada US\$100 entregados
- Clase VIII (PEC80): US\$101,8082 por cada US\$100 entregados
- Clase XII (PECDO): US\$100,7068 por cada US\$100 entregados
- Clase XIV (PECFO): US\$0,0853 por cada \$100 entregados

Características Principales Clase XIX

Año	1	2	3	4	5
Cupón	2,00%	3,00%	4,50%	6,75%	6,75%
Amortización	0%	0%	0%	20%	80%
Rescate	n.a.	n.a.	102,250%	101,125%	100%

- **Clase XX:** se trata de una ON a 84 meses en pesos con cupón variable. Pagará un cupón anual compuesto por TAMAR más un margen que irá evolucionando con el pasar del tiempo. Los primeros 24 meses pagará un margen de 0,50%, los siguientes 12 meses 0,75%, los siguientes 12 meses 1%, los siguientes 12 meses 1,25% y, finalmente, los últimos 24 meses 2%. El esquema de amortización supone que pagará 20% a los 60 meses, 20% a los 72 meses y 60% a los 84 meses. Aquellos que canjeen el título elegible por esta alternativa recibirán un pago de Early Bird por su participación temprana equivalente al 0,1875% del VN entregado en nuevas Clase XX. Por otro lado, recibirán nominales adicionales de la nueva Clase por el equivalente a los intereses devengados y no pagados de los títulos elegibles. El título elegible para canjear por esta alternativa es:
- Clase XIV (PECFO): \$108,8448 por cada \$100 entregados

Características Principales Clase XX

Año	1	2	3	4	5	6	7
Cupón	0,50%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	2,00%	2,00%
Amortización	0%	0%	0%	0%	20%	20%	60%
Rescate	n.a.	n.a.	n.a.	100%	100%	100%	100%

- Clase XXI:** se trata de una ON a 84 meses *dollar-linked*. Pagará un cupón anual de 3% los primeros 36 meses, 5% los siguientes 12 meses, 6% los siguientes 12 meses y, finalmente, 7% los últimos 24 meses. El esquema de amortización supondrá un pago equivalente al 20% a los 60 meses, 20% a los 72 meses y el 60% restante a los 84 meses. Aquellos que canjeen los títulos elegibles por esta alternativa recibirán un pago de Early Bird por su participación temprana que dependerá de la Clase entregada. Por otro lado, recibirán nominales adicionales de la nueva Clase por el equivalente a los intereses devengados y no pagados de los títulos elegibles. Detallamos con la relación de canje por título elegible a continuación:
 - Clase I (PEC10): US\$100 por cada US\$100 entregados + 0,1875% VN de Early Bird
 - Clase II (PEC20): US\$101,8685 por cada US\$100 entregados + 0,1875% VN de Early Bird
 - Clase IV (PEC40): US\$101,0932 por cada US\$100 entregados + 0,1875% VN de Early Bird
 - Clase V (PEC50): US\$101,6397 por cada US\$100 entregados + 0,1875% VN de Early Bird
 - Clase VI (PEC60): US\$100 por cada US\$100 entregados + 0,1875% VN de Early Bird
 - Clase VII (PEC70): US\$101,5277 por cada US\$100 entregados + 0,125% VN de Early Bird
 - Clase VIII (PEC80): US\$101,8082 por cada US\$100 entregados + 0,1875% VN de Early Bird
 - Clase X (PECAO): US\$104,1452 por cada US\$100 entregados + 0,20% VN de Early Bird
 - Clase XI (PECBO): US\$104,6068 por cada US\$100 entregados + 0,20% VN de Early Bird
 - Clase XII (PECDO): US\$100,7068 por cada US\$100 entregados + 0,1875% VN de Early Bird
 - Clase XIV (PECFO): US\$0,0853 por cada \$100 entregados + 0,1875% VN de Early Bird
 - Clase XV (PECGO): US\$102,9342 por cada US\$100 entregados + 0,20% VN de Early Bird
 - Clase XVI (PECHO): US\$102,6082 por cada US\$100 entregados + 0,125% VN de Early Bird
 - Clase XVII (PECIO): US\$105,1041 por cada US\$100 entregados + 0,20% VN de Early Bird

Características Principales Clase XXI

Año	1	2	3	4	5	6	7
Cupón	3,00%	3,00%	3,00%	5,00%	6,00%	7,00%	7,00%
Amortización	0%	0%	0%	0%	20%	20%	60%
Rescate	n.a.	n.a.	n.a.	103%	102%	101%	100%

- Clase XXII:** se trata de la única alternativa *hard-dollar*. Es una ON a 84 meses, que pagará un cupón anual de 3% los primeros 36 meses, 5% los siguientes 12 meses, 6% los siguientes 12 meses y, finalmente, 7% los últimos 24 meses. El esquema de amortización también supondrá

un pago equivalente al 20% a los 60 meses, 20% a los 72 meses y el 60% restante a los 84 meses. Este instrumento no recibirá compensación por presentación temprana al canje, pero es importante destacar que sí se pagarán los intereses devengados y no pagados en efectivo en la fecha de emisión y liquidación. Los títulos elegibles para canjear por esta alternativa son:

- Clase X (PECAO): US\$100 por cada US\$100 entregados
- Clase XI (PECBO): US\$100 por cada US\$100 entregados
- Clase XV (PECGO): US\$100 por cada US\$100 entregados
- Clase XVII (PECIO): US\$100 por cada US\$100 entregados

Características Principales Clase XXII

Año	1	2	3	4	5	6	7
Cupón	3,00%	3,00%	3,00%	5,00%	6,00%	7,00%	7,00%
Amortización	0%	0%	0%	0%	20%	20%	60%
Rescate	n.a.	n.a.	n.a.	103%	102%	101%	100%

A esta altura, cabe realizar una serie de aclaraciones respecto de estos instrumentos:

- En primer lugar, corresponde señalar que durante los primeros 36 meses todas las ONs contarán con una cláusula PIK (*payment in kind*) que establece que, en caso de que el EBITDAX de los últimos 12 meses de la compañía no alcance los US\$60 millones, PAESA podrá pagar los intereses mediante la emisión de ONs adicionales de la Clase que el tenedor posea. No obstante, la penalización por ejercer dicha cláusula supondrá que el cupón se incremente en 0,5 puntos porcentuales. Por otro lado, en caso de ejercer el PIK, los nominales adicionales emitidos deberán ser rescatados a los 12 meses de su emisión, siempre que el EBITDAX se haya acomodado sobre el nivel anunciado. De no ser así, el rescate deberá ocurrir a los 24 meses posteriores a su emisión. Aquí cabe aclarar que la compañía utiliza una definición de EBITDAX poco habitual, suponiéndolo como el resultado operativo de la compañía antes de considerar los gastos de depreciación y amortización de activos, pero neteando las necesidades de inversión (la práctica usual es volver a sumar los gastos exploratorios lo cual hace crecer el EBITDA en lugar de disminuirlo).
- Otro punto clave es que el valor nominal máximo a emitirse de las Clases XVIII y XIX en conjunto es de US\$45 millones (ampliable a US\$50 millones a discreción de PAESA). Esto implica que si los tenedores que deseen canjear sus ONs por estas alternativas, superan dicho umbral, serán reasignados en la moneda correspondiente a la alternativa más larga (de XVIII a XX y de XIX a XXI). Es importante también tener en consideración que la asignación de estas Clases será por orden cronológico de entrega (*first in, first served*) y no a prorrata, lo que implica que es de suma importancia ser expeditivos en el caso de aquellos tenedores que tengan decidido tomar esta alternativa.
- Así como hay un límite para las Clases XVIII y XIX en conjunto, también lo hay para la contraprestación temprana de las Clases XX y XXI. En este sentido, se respetarán los Early Bird mencionados siempre y cuando la emisión conjunta de las Clases XX y XXI por Early Bird no superen los US\$205.400. Dicho de otra manera, la compañía no desembolsará más de US\$205.400 en valor nominal por pagos de Early Bird. Si dicho monto se superara, se realizará una prorrata entre los tenedores a los que les corresponda contraprestación temprana.
- Existe una cláusula de recompra por exceso de caja que establece que cada vez que haya un excedente de caja al cierre de ejercicio por más de US\$30 millones, la compañía deberá destinar el 20% del mismo a la recompra de ONs. Así, durante los 20 días hábiles posteriores a la fecha de cálculo del exceso de caja, PAESA lanzará una serie de subastas para recomprar los papeles que se entreguen voluntariamente. Para la recompra se establecerá un precio único de recompra por Clase, y en ningún caso el mismo podrá superar el 105% del precio

promedio operado durante los 10 días hábiles previos al anuncio de la subasta. También es importante señalar que las recompras se realizarán en pesos para todas las emisiones con excepción de la Clase XXII, que se pagará en dólares si la normativa vigente le otorga acceso al MULC a PAESA. Es fundamental aclarar que se define como exceso de caja a la diferencia positiva entre el EBITDAX realizado y un EBITDAX anual de US\$50 millones.

- Finalmente, si dentro de 4 años, es decir, luego de finalizado el deal modificado con Vista Energy, la compañía concreta una emisión de acciones por oferta pública en el mercado internacional y logra juntar más de US\$150 millones, la misma deberá destinar el 20% de los fondos a la recompra de ONs mediante un sistema de subasta a precio único.
- Más allá de estos condicionantes, PAESA también tendrá el derecho a recomprar ONs en el mercado secundario.

Puntos Relevantes Adicionales

- El 18 de julio PAESA publicó un hecho relevante en el que se anunció la celebración de un acuerdo de inversión con Tango Energy SAU, una sociedad co-controlada por Vista Energy SAU y Trafigura Argentina SA (a través de AR Energy Resources SA). En el mismo se anunciaba que Tango Energy podría capitalizar a PAESA por US\$36 millones, tomando el control del 90% del capital accionario, sujeto a una serie de condiciones. Entre ellas destacan la reestructuración exitosa de los pasivos financieros y comerciales, con un nivel de aceptación de al menos el 90%. De cumplirse las condiciones y ejercer la capitalización, Pablo Iuliano, ex CEO de YPF desde julio 2022 hasta diciembre 2023, asumirá como CEO de PAESA.
- Un punto no menor para el tenedor de bonos es que Vista Energy estaría dispuesta a modificar su deal con PAESA para volver las operaciones de la compañía más sostenibles en el tiempo en términos de flujos de caja libre. En esta línea, la compañía liderada por Miguel Galuccio aceptaría bajar las entregas de hidrocarburos del 40% de la producción total al 20%, extendiendo el contrato hasta 2029. En teoría, ello debería resultar en flujos de caja positivos trimestre a trimestre, a diferencia de mantener la dependencia sobre el mercado que la compañía tuvo desde febrero 2023. Es menester puntualizar que esta modificación del acuerdo con Vista Energy dependerá de una satisfactoria reestructuración de pasivos, para la que se exige un 90% de aceptación.
- De darse el caso en el que la compañía no alcance alguna de las condiciones previstas, la compañía buscara avanzar mediante un Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE). El APE tendrá los mismos términos y condiciones previstas, aunque no alcanzaría la deuda con Vista Energy ni Trafigura.
- Las nuevas ONs también serían Ley Argentina.

Aproximación al Valor de Cada Instrumento

Para definir si vemos valor en el canje ofrecido por PAESA, decidimos valorar cada uno de los instrumentos por su flujo original, ignorando las numerosas cláusulas de potencial ejecución. Esto se debe a que la incertidumbre de las mismas complejiza la valuación de los instrumentos. El ejemplo más claro son sus cláusulas PIK, pues hacen que el flujo futuro de cada ON sea incierto. Cuándo se podrían ejecutar esas cláusulas y cuándo se podría dar la recompra de los instrumentos es desconocido. Ello, más allá de que no alcanzar el rolling EBITDA de 12 meses de US\$60 millones sería una mala señal en términos de probabilidad de pago y podría afectar el valor presente de las ONs. En definitiva, afrontar una valuación de semejante envergadura requeriría plantear diversos escenarios cuya probabilidad de ocurrencia también es desconocida. De la misma manera, las cláusulas de exceso de caja y emisión de acciones podrían alterar los flujos de pago, afectando el valor presente de la tenencia. Dado que creemos que el valor agregado que tendría tal análisis es limitado, decidimos ir por una alternativa más simplificada.

Volviendo a la metodología aplicada, decidimos aplicarle una serie de tasas de descuento (*exit yield*) a las que creemos que podrían ser priceadas inicialmente al flujo estándar. Para definir las mismas asumimos que la reestructuración es exitosa en términos de niveles de aceptación alcanzados, y que avalan la capitalización propuesta por Tango Energy, pasando a mejorar la estructura de capital de PAESA a través del respaldo de Vista Energy y Trafigura Argentina.

Con estos supuestos, llegamos a los siguientes valores presentes por instrumento:

- Clase XVIII:

Exit Yield (Margen)	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
Valor Presente	80,9	78,0	75,2	72,6	70,1	67,7	65,5

- Clase XIX:

Exit Yield	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Valor Presente	82,3	79,0	75,8	72,8	70,0	67,3	64,7

- Clase XX:

Exit Yield (Margen)	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
Valor Presente	80,1	77,0	74,0	71,3	68,7	66,3	64,0

- Clase XXI:

Exit Yield	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Valor Presente	78,4	74,4	70,7	67,1	63,8	60,7	57,8

- Clase XXII:

Exit Yield	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Valor Presente	78,4	74,4	70,7	67,1	63,8	60,7	57,8

Cabe resaltar que los precios señalados representan una aproximación del valor presente de 100 VN de cada una de las Clases. Por este motivo, se debe tener en consideración la relación de canje, o en su defecto el pago en efectivo de intereses para las ONs *hard-dollar*, y el Early Bird ofrecido para completar la estimación del valor de recupero a recibir. A modo de ejemplo, los tenedores de PECIO que decidan tomar la alternativa de la Clase XXI, recibirán US\$105,3041 en valor nominal (US\$105,1041 de la relación de canje + 0,20% VN de Early Bird). Si la tasa de descuento para la Clase XXI se ubicara finalmente en 12%, eso significaría que cada 100 VN el precio se ubicaría en torno a US\$67,1. Dado que la tenencia final serían 105,3041 VN, el valor de la posición del tenedor estaría en torno a US\$70,6. Por su parte, si el mismo tenedor decidiera volcarse por la Clase XXII, manteniéndose en una alternativa *hard-dollar*, el mismo debería recibir US\$100 en valor nominal de la Clase XXII (US\$67,1 al 12% de EY), más los intereses devengados y no pagados en cash (US\$5,1041), totalizando US\$72,2 aproximadamente.

A continuación, adjuntamos una serie de cuadros con el detalle del valor de recupero por título:

Clase XVIII		EY (Margen)						
		10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
Valor de Recupero	PECFO	88,1	84,9	81,8	79,0	76,3	73,7	71,3
	en US\$*	65,3	62,9	60,6	58,5	56,5	54,6	52,8

*considerando un CCL de \$1.350 y \$100.000 VN de PECFO

Clase XIX		EY						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Valor de Recupero	PEC10	82,3	79,0	75,8	72,8	70,0	67,3	64,7
	PEC20	83,8	80,5	77,2	74,2	71,3	68,6	65,9
	PEC40	83,2	79,8	76,7	73,6	70,8	68,0	65,4
	PEC50	83,6	80,3	77,1	74,0	71,1	68,4	65,8
	PEC60	82,3	79,0	75,8	72,8	70,0	67,3	64,7
	PEC80	83,8	80,4	77,2	74,2	71,3	68,5	65,9
	PECDO	82,9	79,5	76,4	73,4	70,5	67,8	65,2
	PECFO*	70,2	67,4	64,7	62,1	59,7	57,4	55,2

*por cada \$100.000 de VN

Clase XX		EY (Margen)						
		10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
Valor de Recupero	PECFO	87,2	83,8	80,6	77,6	74,8	72,1	69,7
	en US\$*	64,6	62,0	59,7	57,5	55,4	53,4	51,6

*considerando un CCL de \$1.350 y \$100.000 VN de PECFO

Clase XXI		EY						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Valor de Recupero	PEC10	78,4	74,4	70,7	67,1	63,8	60,7	57,8
	PEC20	79,9	75,8	72,0	68,4	65,0	61,9	58,9
	PEC40	79,3	75,2	71,4	67,9	64,5	61,4	58,5
	PEC50	79,7	75,6	71,8	68,2	64,9	61,7	58,8
	PEC60	78,4	74,4	70,7	67,1	63,8	60,7	57,8
	PEC70	79,6	75,5	71,7	68,2	64,8	61,7	58,7
	PEC80	79,8	75,8	71,9	68,4	65,0	61,8	58,9
	PECAO	81,7	77,5	73,6	69,9	66,5	63,3	60,2
	PECBO	82,0	77,8	73,9	70,2	66,8	63,5	60,5
	PECDO	79,0	74,9	71,2	67,6	64,3	61,2	58,2
	PECFO*	66,9	63,5	60,3	57,3	54,5	51,8	49,3
	PECGO	80,7	76,6	72,7	69,1	65,7	62,5	59,5
	PECHO	80,5	76,3	72,5	68,9	65,5	62,3	59,3
	PECIO	82,4	78,2	74,3	70,6	67,1	63,8	60,8

*por cada \$100.000 de VN

Clase XXII		EY						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Valor de Recupero	PECAO	82,6	78,6	74,8	71,3	68,0	64,9	62,0
	PECBO	83,0	79,0	75,3	71,7	68,4	65,3	62,4
	PECIO	83,5	79,5	75,8	72,2	68,9	65,8	62,9
	PECGO	81,3	77,3	73,6	70,1	66,8	63,7	60,8

Conclusión y View del Canje

Como aclaramos en la introducción, **la recomendación es ingresar al canje dado que es la alternativa que maximiza la probabilidad de recobro de la deuda**. No vemos factible que la compañía sea capaz de afrontar su deuda sin conseguir el 90% de aprobación dado que, por las condiciones del *farmout agreement* con Vista Energy, esta última recuperaría las áreas que significan cerca de un 85% de la facturación de PAESA. Esto hace que la probabilidad de repago dependa casi exclusivamente del ingreso de Tango Energy como accionista de PAESA.

En cuanto a la selección individual de la mejor opción para el tenedor, dependerá de sus necesidades. Sin embargo, hay algunas cuestiones a considerar:

- Dado que los Early Bird ofrecidos no son significativos, **no recomendamos pasar de una alternativa hard-dollar a una dollar-linked**, como es opción en el caso de PECAO, PECBO, PECIO o PECO. Para empezar, esperaríamos que la alternativa hard-dollar sea más líquida que la dollar-linked, dado que la liquidez de los títulos dollar-linked corporativos en general es escueta. Por otro lado, al recibir los intereses devengados en valor nominal, los mismos se ven diluidos por el valor presente del nuevo título. Resulta más conveniente recibirlos en cash, pues se recibe el 100% de los mismos. Ello queda plasmado en el valor de recupero de dichos títulos recibiendo tanto la Clase XXI como la XXII. A misma tasa de descuento, el valor de recupero para XXII supera al de XXI para un mismo título.
- Para los tenedores de títulos que puedan elegir entre acceder a la Clase XIX y la Clase XXI, dado el limitado valor aportado por los Early Birds, **nos inclinaremos por las alternativas más cortas**. Es evidente que, para los mismos títulos, el valor de recupero es superior en la alternativa más corta, con un diferencial que se expande a medida que se utiliza un exit yield mayor.
- **En el caso de los tenedores de PECFO** también nos resulta más conveniente volcarse por la alternativa más corta (XVIII en lugar de XX), pues el valor de recupero es superior. No obstante, **ante la posibilidad de rotar hacia una ON dollar-linked como la Clase XIX o la Clase XXI, nos inclinamos por esta alternativa**. No solo al comparar los valores de recupero en dólares entre las alternativas de misma duration vemos un mayor valor presente en dólares, sino que además las ONs TAMAR son incluso más ilíquidas que las dollar-linked. No menos importante, en la perspectiva de mantenerla en cartera, con un tipo de cambio real bajo en términos históricos, la probabilidad de perder en dólares al mantenerse en las Clases XVIII o XX es significativamente más alta que a través de las Clases XIX y XXI.