

Calificación

Bonos Agrarios Perú HR D (G)

Contactos

Alfonso Sales

Asociado
alfonso.sales@hrratings.com

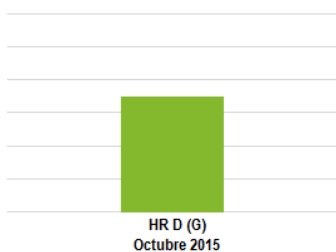
Juliana Ortiz

Analista
juliana.ortiz@hrratings.com

Felix Boni

Director General de Análisis
felix.boni@hrratings.com

Evolución de la Calificación



Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para los Bonos Agrarios en sus clases A, B & C de Perú es de HR D (G). Esta calificación significa que la emisión tiene la más baja calificación crediticia en escala global. Ya sea que se encuentre en default o es altamente probable que caiga en incumplimiento de pago de las obligaciones de deuda en el corto plazo.

HR Ratings asignó la calificación de HR D (G) a la emisión de Bonos Agrarios, clases A, B & C, emitidos por Perú.

La calificación asignada por HR Ratings es como resultado del impago por parte del Gobierno del Perú de acuerdo a las características originales de los Bonos Agrarios, clases A, B & C (en su conjunto los Bonos y/o la Emisión). Adicionalmente a que no se realizaron los pagos de acuerdo a lo estipulado originalmente en la Emisión, la hiperinflación ha reducido sustancialmente el valor de los Bonos, lo cual se ha visto impactado por dos cambios en términos de la moneda nacional, donde la moneda en la cual fueron emitidos los bonos ya no se encuentra vigente: el primer cambio de “soles de oro” a “intis” en 1985 y después de “intis” a “nuevos soles” en 1991. Asimismo, la reestructura actual ofrecida por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) del Perú llevaría a que se realizará el pago de los bonos dos años después de que termine el periodo de registro, el cual dura 5 años, y la formula de compensación eliminaría virtualmente el valor total de los Bonos. **Es importante mencionar que el análisis realizado por HR Ratings se centra en el comportamiento financiero y de pago de los Bonos. Por ello, HR Ratings no realizó ningún análisis en torno a la validez legal de los decretos publicados por el Gobierno del Perú o las consecuencias o procedimientos legales que actualmente se mantienen entre Perú y los tenedores de los bonos.**

Los Bonos fueron originalmente emitidos para financiar la Reforma Agraria de 1969. En la década de los 80's, el Gobierno del Perú cayó en default e incumplió en el pago de los Bonos. Sin embargo en 1990 el Gobierno mostró disposición para el pago de dichos bonos, aunque a un valor nominal. Una decisión del Tribunal Constitucional del Perú declaró esto en 2001 como inconstitucional, forzando eventualmente al Gobierno a establecer un programa para compensar a los tenedores a un valor ajustado. El proceso para dicha compensación resultó en la publicación de los decretos N° 017-2014-EF y N° 019-2014-EF. Basado en dichos decretos, el Ministerio de Economía y Finanzas estableció una fórmula para ajustar el valor de los Bonos.

Características de los Bonos Agrarios

Clase de Bono	A	B	C
Emisor	Gobierno del Perú		
Fecha de vencimiento	20 años	25 años	30 años
Valor en el mercado	\$13,285 millones de soles de oro		
Valor nominal	\$2,522 millones de soles de oro		
Pago de cupón	Anual		
Amortización del principal	Pagos anuales en montos iguales dependiendo de la fecha de maduración		
Tasa	6.00%	5.00%	4.00%

Fuente: HR Ratings con información del Decreto Número 17716

Principales Factores Considerados

Perfil de Deuda

En junio de 1969, el Gobierno de la República del Perú, liderado por el General Juan Velasco Alvarado, emitió el Decreto N° 17716 autorizando un amplio programa como parte de la reforma agraria, en la cual la tierra fue expropiada y luego fue otorgada a familias campesinas. En compensación por la expropiación, a los terratenientes se les otorgaron los siguientes tipos de bonos de Deuda Agraria Peruana:

- Clase A: con una tasa de interés de 6% con un plazo de pago de 20 años.
- Clase B: con una tasa de interés de 5% con un plazo de pago de 25 años.
- Clase C: con una tasa de interés de 4% con un plazo de pago 30 años.

Los últimos bonos fueron emitidos en 1982. Por lo tanto, es importante notar que de acuerdo a los tenedores originales de los bonos, el pago final ya debió haber sido hecho por la deuda emitida total. Los bonos fueron emitidos en la moneda peruana “soles de oro”. En ése momento S/.38.7 soles de oro equivalían a US\$1.00. En 1980, el estrés macroeconómico que enfrentaba Perú hizo que el Gobierno cesara todo pago de los bonos. Durante las décadas de los '80 y los '90, la moneda peruana perdió todo su valor dada la hiperinflación. Como resultado, el Gobierno Peruano fue forzado en varias ocasiones a emitir nuevas versiones de su moneda nacional. De acuerdo al Banco Central Peruano, un “sol de oro” es ahora equivalente a un 0.000000001 de “nuevos soles”, lo cual hizo que el valor de la deuda del bono desapareciera virtualmente. Además, el Instituto Nacional de Estadística e Informática del Perú no ofrece información para el índice de inflación antes de 1994. Actualmente, alrededor de S/.3.18 nuevos soles equivalen a US\$1.00.

En 1991, el poder ejecutivo peruano emitió el Decreto Legislativo N° 653, el cual requería que los tenedores de bonos fueron compensados en base al valor del mercado de sus tierras anteriores y en efectivo. Dicho decreto fue revocado por la Ley N° 26207 en 1993. En 1996, el Decreto N° 26597 estableció que el valor de la deuda de los bonos agrarios debía ser pagada en su valor nominal más el interés acumulado de acuerdo a los términos de cada clase de bono. Esto provocó que el Colegio de Ingenieros Peruano pidiera al Tribunal Constitucional del Perú que declarara el decreto como inconstitucional. El Tribunal Constitucional dictó a favor del Colegio de Ingenieros en marzo de 2001. En 2013, el Tribunal Constitucional emitió exigibilidad a favor de lo que fue dictado en 2001. El Tribunal también estableció que el valor de la deuda de los bonos debía ser indexado al dólar estadounidense, además del interés acumulado ligado a la tasa de interés de los Bonos de Tesoro. Esta metodología de dolarización está en conflicto con el dictamen de 2001 del Tribunal Constitucional y con las decisiones anteriores de la Corte Suprema Peruana relacionada a los bonos.

En 2006, la Comisión Agraria del Congreso Peruano estimaba que el MEF había colocado más de \$13,285 millones de soles de oro en Bonos Agrarios. La Comisión Agraria también estableció que \$10,763 millones de soles de oro habían amortizado, representando el 81.0% de la emisión de los bonos.

En enero de 2014, el MEF emitió los decretos N° 017-2014-EF y N° 019-2014-EF, en los cuales los tenedores de bonos fueran ofrecidos una fórmula para actualizar el valor de sus bonos. Dichos decretos no otorgaron un pago acorde a los términos de los bonos originales o compensaron por la degradación de la moneda.

Esto se refleja en el hecho de que los decretos se han encontrado con una oposición considerable por parte de los tenedores que sostienen que la fórmula otorga un pago esperado que representa tan sólo el 0.5% del valor corriente de la deuda. Por ejemplo, Perú emitió un bono Clase A por 1,000,000 de soles de oro en 1979 con una tasa cupón de 6.0% y una maduración de 20 años. Entendemos que si Perú utiliza una metodología basada en el IPC tradicional, el valor de este bono sería de 16,041,031 nuevos soles actualmente. Sin embargo, bajo la fórmula del MEF, el monto asciende a tan sólo 26,662 nuevos soles, aproximadamente 0.17% del monto que se debería bajo la metodología del IPC.

Incluso, el Decreto Supremo N° 017-2014-EF establece el pago prioritario a los tenedores de los bonos, donde dicha prioridad no fue incluida en los bonos cuando fueron emitidos originalmente. Las prioridades establecidas son las siguientes: 1) personas naturales que son los tenedores originales (o herederos) de los Bonos y que son mayores a los 65 años, 2) personas naturales que son los tenedores originales (o herederos) de los Bonos y que son menores a los 65 años, 3) personas naturales que no son los tenedores originales y son mayores a los 65 años, 4) personas naturales que no son los tenedores originales y son menores a los 65 años, 5) entidades legales que son tenedores originales de los bonos, 6) entidades legales que no son los tenedores originales y han adquirido el bono como una obligación de pago, y 7) entidades legales que no son los tenedores originales y han adquirido el bono para propósitos especulativos.

De acuerdo a otra limitación, para poder participar en el programa, los tenedores deben renunciar a cualquier derecho de réplica ante instancias y procedimientos jurídicos. Adicionalmente, el MEF se reserva el derecho a determinar el método y el periodo en el cual se realizarán los pagos de acuerdo a lo logrado por las metas establecidas para el déficit. Este decreto también establece que los tenedores tienen hasta cinco años para registrar sus bonos para participar en el programa y permitir al MEF establecer la autenticidad de estos bonos. Una vez autenticados, el MEF tiene dos años para pagar el valor estimado por la fórmula. Todo lo anterior implica que el monto insoluto de la deuda permanece sin ser pagado o que no se ha reestructurado y genera incertidumbre respecto a si los bonos serán pagados bajo las condiciones o términos originalmente pactados y con un ajuste razonable por la inflación; por lo tanto, se justifica la calificación de HR D (G) asignada por HR Ratings.

Análisis de Pago

En este momento, el total del principal y de los intereses correspondientes a los bonos de la deuda agraria peruana no han sido cubiertos completamente, por lo que la calidad crediticia de los bonos se ha establecido como “incumplimiento”. Esto se basa en el hecho de que para HR Ratings el incumplimiento se define como un fallo en el servicio de una deuda de forma oportuna y en la manera acordada originalmente por las partes. Por lo tanto, como el pago no se ha completado de momento, los bonos se encuentran en incumplimiento.

Es importante mencionar que el análisis realizado por HR Ratings se centra en el comportamiento financiero y de pago de los Bonos. Por ello, HR Ratings no realizó ningún análisis en torno a la validez legal de los decretos publicados por el Gobierno del Perú o las consecuencias o procedimientos legales que actualmente se mantienen entre Perú y los tenedores de los bonos.



Credit
Rating
Agency

Bonos Agrarios del Perú

Clases A, B & C

HR D (G)

A NRSRO Rating*

Deuda Soberana
27 de octubre de 2015

HR Ratings Alta Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General de Operaciones

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgo

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Criterios Generales Metodológicos, Julio de 2015
Metodología de Deuda Soberana, Septiembre de 2012

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	N.A.
Fecha de última acción de calificación	N.A.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	N.A.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información contenida en bonosagrarios.pe
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N.A.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	N.A.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada no fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre. Sin embargo la calificación de referencia fue solicitada por un inversionista cuya identidad se mantiene desconocida para el público general, por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas o emitidas no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La cuota correspondiente a la contraprestación del servicio de calificación está basada en la cantidad y tipo de deuda emitida. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).