

El auge de los bonos contingentes convertibles (CoCos)

Patricia Pérez González

Resumen: Como consecuencia de la nueva normativa sobre los requisitos de capital de las entidades de crédito, tanto a escala internacional (Basilea III) como europea (CRR y CRD IV), y sobre la asunción de pérdidas en caso de insolvencia, en los mercados financieros el bono contingente convertible (CoCo) está ganando protagonismo. En este artículo se exponen las características de este instrumento híbrido de deuda y capital, y se analiza, por un lado, el papel que ha tenido en la reestructuración bancaria española, bajo las exigencias de las autoridades europeas y, por otro lado, la gran demanda que está teniendo actualmente en los mercados de capitales, especialmente entre los inversores cualificados extranjeros.

Palabras clave: Basilea III; «Bail-in»; Contingente convertible; Instrumento híbrido; Mercados de capitales. CoCos.

Códigos JEL: G21; G28.

1. Antecedentes para una mejor comprensión del instrumento financiero

Con la crisis financiera que hemos vivido en los últimos años se han producido una serie de cambios que han transformado completamente el sistema financiero. Los nuevos requerimientos de capital introducidos por Basilea III, a escala internacional, intentan solventar las deficiencias detectadas en la solvencia de las entidades de crédito, tanto en cantidad como en calidad.

El 20 de junio de 2013 se aprobó la versión definitiva del Reglamento sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (CRR) y la Directiva sobre requisitos de capital (CRD IV), que suponen la adaptación de Basilea III para la Unión Europea. La CRR entró en vigor el 1 de enero de 2014 y la CRD IV el 17 de julio de 2013.

A modo de resumen, con la nueva directiva europea, aunque se siga exigiendo el mismo nivel de capital regulatorio (mínimo del 8% de los activos ponderados por riesgo), se requiere una composición de los recursos propios de mayor calidad, elevando los niveles mínimos que deben cumplirse en los diferentes ratios de capital que lo forman:

- Tier1 (mínimo del 6% sobre activos ponderados por riesgo), compuesto a su vez por:

o Common Equity Tier1 (CET1): es el capital de mayor calidad, formado por acciones ordinarias y reservas (mínimo del 4,5%).

o Additional Tier1 (AT1): instrumentos híbridos capaces de absorber pérdidas cuando una entidad se encuentra en funcionamiento (mínimo del 1,5%).

- Tier2 (mínimo del 2% sobre activos ponderados por riesgo): elementos que absorben pérdidas, sólo cuando la entidad no es viable.

A estos requerimientos mínimos se suma la exigencia de constituir un colchón de conservación de capital, por el que las entidades deberán tener una cantidad de CET1 igual o superior al 2,5% de los activos ponderados por riesgo¹. Por tanto, se está exigiendo que el CET1 sea al menos del 7% del valor de los activos ponderados por riesgo, cuando anteriormente era tan sólo del 2%.

Por otra parte, desde que empezó la crisis en 2008, los rescates bancarios han supuesto una importante cantidad de ayudas públicas, que han repercutido en los contribuyentes de los países afectados («bail-out»). Para corregir esta situación, la Unión Europea ha adoptado una nueva normativa de resolución, a través de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD) y el Mecanismo Único de

¹La Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito contempla la entrada en vigor en España del colchón de conservación de capital en 2016, así como un calendario para su implementación progresiva, que se extiende hasta 2019.

Resolución Bancaria (MUR), con la intención de que sean los accionistas y acreedores de los bancos, los que asuman el coste de las futuras insolvencias bancarias («bail-in»).

Como consecuencia del nuevo marco normativo, tanto en materia de requisitos de capital como de asunción de pérdidas en caso de insolvencia, hay un instrumento financiero que gana protagonismo en los mercados, que es el bono contingente convertible, también conocido como «CoCos».

2. ¿En qué consisten?

Los CoCos son instrumentos híbridos de deuda y capital, que nacen como valores de deuda, en los que el inversor tiene el derecho a cobrar una determinada remuneración, pero, en caso de que se produzca un evento o contingencia prevista en su folleto de emisión, se convierten obligatoriamente en nuevas acciones de la entidad emisora.

Las características más comunes de los CoCos son las siguientes:

- Elevada rentabilidad, en comparación con otros productos de ahorro, que está sujeta a ciertas condiciones y, además, es discrecional (la entidad puede decidir de modo unilateral no proceder al pago del cupón).
- Grado de subordinación: en caso de liquidación de la entidad emisora, en el orden de prelación, los inversores se encuentran por detrás de los acreedores comunes y subordinados, pero por delante de los accionistas.
- Eventos de contingencia, en función del nivel de recursos propios de la entidad emisora, por debajo del cual la deuda se convierte en acciones de la entidad obligatoriamente.
- Evento de viabilidad: decisión de la autoridad supervisora de que la conversión es necesaria para que la entidad pueda seguir siendo viable.
- Capacidad de absorción de pérdidas, a través de la conversión en acciones o de una quita del valor nominal, en caso de contingencia.

Los CoCos pueden ser de diferentes tipos, pero para que puedan computar como Additional Tier1, según los requisitos de la CRR y CRD IV, deben ser de carácter perpetuo (es decir, sin fecha de vencimiento), no pueden ser recomprados por su

emisor durante los 5 primeros años y uno de los eventos de contingencia debe ser que la ratio de capital CET1 se encuentre por debajo del 5,125%. En caso contrario, computarán como capital de segundo nivel (Tier2), en menoscabo de la calidad de los recursos propios de la entidad financiera.

Desde la década de los 90, en España se ha comercializado otro instrumento híbrido, que son las participaciones preferentes. Estos instrumentos comparten algunas características con los CoCos, como el pago de una remuneración (en este caso, no acumulativa y condicionada a la obtención de beneficios distribuibles), el grado de subordinación y su carácter perpetuo. Sin embargo, la diferencia radica en que las participaciones preferentes nacen como capital (teniendo solo derechos económicos y no políticos, como sucede en las acciones), mientras que los CoCos son valores de deuda que solo se convierten en acciones si se produce alguno de los eventos previamente definidos. Como consecuencia de la entrada en vigor de Basilea III, las participaciones preferentes ya no computan como recursos propios de primera calidad y por ese motivo se han ido sustituyendo por otros instrumentos financieros que permitan solventar ese problema.

3. Los CoCos en la reestructuración bancaria española

En España, nos hemos ido aproximando mucho a la nueva normativa en materia de solvencia, por imposición del Memorando de Entendimiento (MoU)², exigido por el rescate de nuestro sistema bancario, articulado a través del Real Decreto-ley 24/2012 y después por la Ley 9/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

El objetivo del MoU era fortalecer el sector y, uno de sus pilares fundamentales, era el reparto de la carga («burden sharing») entre sector público y sector privado, para minimizar el coste soportado por el contribuyente. Como paso previo a la inyección de dinero público, en primer lugar, las pérdidas se asignarían a los accionistas, seguido de los tenedores de participaciones preferentes y deuda subordinada (ejercicio de gestión de instrumentos híbridos).

² El Memorando de Entendimiento (MoU) fue firmado el 20 de julio de 2012 por el Gobierno español y la Comisión Europea, con la participación del Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo.

Las autoridades europeas aceptaron que en los canjes de preferentes y otros instrumentos de deuda fuera posible moderar el recorte de valor, siempre que los instrumentos ofrecidos a cambio fueran activos computables como recursos propios de primera calidad (es decir, que pudieran computar dentro de la ratio Tier1), como las acciones ordinarias u obligaciones contingentemente convertibles. De este modo, se ha contribuido a cubrir las necesidades de capital sin necesidad de que los inversores perdieran toda su inversión.

El problema es que en España los inversores que han tenido que sufrir estas pérdidas han sido tanto los cualificados como los minoristas.

En la reestructuración bancaria española, aparte de los bonos/obligaciones subordinados necesariamente convertibles, se han utilizado dos tipos de CoCos:

- Perpetuos y Contingentemente Convertibles («PeCoCos»): sin fecha de vencimiento, sólo podrán convertirse en acciones en caso de producirse uno de los eventos de contingencia contemplados en el folleto.

- Necesaria y Contingentemente Convertibles («NeCoCos»): a la fecha de vencimiento de los bonos se convertirán en acciones, salvo que se produzca alguno de los eventos de contingencia descritos en el folleto con anterioridad.

Lo que diferencia a los CoCos de los bonos/obligaciones subordinados necesariamente convertibles, es que la conversión depende de un suceso contingente, que puede o no ocurrir, y no es ni opcional para el inversor, ni, fuera de ese suceso, obligatoria.

Existe una modalidad especial denominada «CoCos FROB», que fueron utilizados para inyectar indirectamente dinero público en aquellas entidades de crédito españolas que necesitaban apoyo financiero. En este caso, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) es el suscriptor de los bonos, que se convertirán en acciones en el supuesto de que no se devuelva la ayuda prestada en los términos previstos, pasando a nacionalizarse la entidad financiera.

Las acciones de gestión de híbridos y deuda subordinada han sido de aceptación voluntaria para sus tenedores, salvo que el FROB estimase que era necesaria la conversión o la quita de manera forzosa,

al objeto de preservar la posición de la entidad financiera.

A título de ejemplo, cabe señalar que según el Informe Anual de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) sobre los Mercados de Valores y su Situación correspondiente al año 2013, las emisiones de bonos y obligaciones convertibles registradas alcanzaron los 803 millones de euros (disminución del 77,4% respecto a 2012). Todas ellas tenían por finalidad el canje de valores emitidos por participaciones preferentes y deuda subordinada.

En el informe de la CNMV correspondiente al ejercicio 2012 se indica que la mayoría de las ampliaciones de capital tramitadas mediante oferta pública de suscripción (OPS), por importe de 2.450,5 millones de euros, correspondían a operaciones de canje de participaciones preferentes y deuda subordinada por acciones. Además, el 62% de las emisiones de bonos y obligaciones convertibles correspondió a valores entregados en operaciones de canje por participaciones preferentes.

Es importante destacar que todas estas emisiones se han realizado por imposición de las autoridades europeas, al objeto de cumplir con las obligaciones derivadas del MoU. Por tanto, dado que actualmente se ha dado por finalizado el proceso de reestructuración bancaria española, ya no podrán emitirse CoCos bajo este formato, sino que tendrán que adaptarse a las exigencias de los mercados financieros, bajo el nuevo marco regulatorio.

4. Emisiones de CoCos en los mercados de capitales: Ventajas, inconvenientes y ejemplos

En conclusión, algunas de las ventajas e inconvenientes que ofrece este instrumento financiero, tanto para los emisores como para los inversores, son los que se recogen en el cuadro 1.

La situación del mercado ha sido bastante propicia para la emisión de CoCos, ya que, en el entorno de bajos tipos de interés, los inversores han estado dispuestos a asumir un mayor riesgo, a cambio de obtener una elevada rentabilidad en comparación con otros productos financieros. Por el lado de la oferta, al estar los tipos de referencia y la prima de riesgo en mínimos, el coste de emitir estos instrumentos ha sido menor.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha recomendado que los CoCos no se comercialicen entre inversores minoristas, dado que

la inversión en este tipo de instrumentos requiere un elevado nivel de conocimiento financiero para poder entender todos los riesgos inherentes a estos productos, entre los que cabe destacar: el riesgo de iliquidez por el carácter perpetuo y la posible cancelación de pago del cupón; el riesgo de absorción de pérdidas; el riesgo de que se produzca el evento de contingencia y se convierta obligatoriamente su deuda en acciones; y el riesgo de no recuperar el importe invertido en parte o en su totalidad.

En el cuadro 2 se muestran las emisiones de CoCos realizadas en los mercados de capitales entre 2013 y 2014 por entidades de crédito españolas, al margen de las efectuadas en el proceso de la reestructuración bancaria, ordenadas por fecha de emisión.

En todos los casos, se han colocado únicamente entre inversores institucionales y se ha solicitado su cómputo como Additional Tier1 bajo CRD IV, al tener como evento de contingencia una ratio CET1 inferior al 5,125%.

Todas ellas cotizan en mercados secundarios fuera de España (Bolsas de Singapur e Irlanda), ya que actualmente la mayor demanda de este tipo de productos proviene de los inversores institucionales extranjeros. La razón de cotizar en Singapur e Irlanda radica en que los trámites para salir al mercado son más ágiles, pero, a la vez, los reguladores inspiran confianza a los inversores.

5. Perspectivas de futuro

Según se indica en la nota de prensa del Banco Central Europeo (BCE) de 29 de abril de 2014, los déficits de capital que se detecten en el escenario adverso de la prueba de resistencia («stress test»), cuyos resultados se publicarán en octubre de 2014, podrán cubrirse mediante la emisión de CoCos, que, en este caso, deberán contemplar un nivel mínimo de capital del 5,5% de CET1 (en comparación con el 5,125% exigido por CRD IV). Si bien el uso de estos instrumentos financieros se limitará a un máximo del 1% del total de los activos ponderados por riesgo, en función del nivel mínimo de CET1 que activa el supuesto de conversión.

Por tanto, ante los nuevos requerimientos y las pruebas de resistencia, si las condiciones de mercado lo permiten, lo más probable es que los CoCos sigan asumiendo protagonismo en los mercados financieros y su volumen de emisión sea cada vez mayor. Sin embargo, el diseño de estos instrumentos irá ligado a las nuevas exigencias de solvencia, para que puedan seguir computando como capital adicional de primer nivel (AT1).

Cuadro 1: Ventajas e inconvenientes de los CoCos

| Ventajas | Inconvenientes |
|--|---|
| Admisión como recursos propios AT1, permitiendo a la entidad de crédito cumplir con las nuevas exigencias de capital. | Dada la complejidad del producto y los riesgos que conllevan para el inversor, especialmente el minorista, es un producto dirigido principalmente a inversores institucionales. |
| Permiten una diversificación del pasivo y una reducción del <i>asset encumbrance</i> de la entidad, protegiendo al acreedor de deuda <i>senior</i> . | Incertidumbre del momento en que se produzca el evento de contingencia que activaría la conversión de los bonos en acciones. |
| Ayudan a recapitalizar a la entidad financiera, en caso de que su nivel de recursos propios se encuentre por debajo de un determinado nivel, a través de la conversión de los bonos en nuevas acciones, las cuales computan como CET1. | En caso de conversión, la emisión de nuevas acciones afectan a los antiguos accionistas de la entidad, produciéndose el «efecto dilución». |
| Elevada rentabilidad para el inversor, en comparación con otros productos financieros. | Posible cancelación de pago del cupón. |
| Capacidad de absorción de pérdidas. | Carácter perpetuo para el inversor. |

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 2: Emisiones de CoCos de las entidades financieras españolas
(excluidas las derivadas del proceso de reestructuración del sistema financiero, 2013-2014).

| Entidad Emisora | Importe (millones) | Fecha de Emisión | Cupón inicial (%) | Cotización |
|-----------------|-----------------------|---------------------|----------------------|-------------------|
| BBVA | 1.500 \$ | may-13 | 9 | Bolsa de Singapur |
| Popular | 500 € | oct-13 | 11,5 | Bolsa de Irlanda |
| BBVA | 1.500 € | feb-14 | 7 | Bolsa de Singapur |
| Santander | 1.500 € | mar-14 | 6,25 | Bolsa de Irlanda |
| Santander | 1.500 \$ | may-14 | 6,375 | Bolsa de Irlanda |

Fuente: CNMV y elaboración propia.

