

CONTINGENT CONVERTIBLES. UNA NUEVA ESTRATEGIA PARA LA OBTENCIÓN DE CAPITAL

Albert Diaz Polo

Consultor en Accenture

Andrés López Bech

Analista de Riesgo de Crédito en Citigroup

Ignacio Pallás Margenat

Analista de Fusiones y Adquisiciones en UBS

José Ignacio Pareja Terrasa

Analista en Alter Domus

EXTRACTO

La actual crisis financiera ha sacado a la luz el problema que suponen aquellas instituciones financieras que, por su importancia y tamaño, no es posible dejarlas caer (*too big to fail*). A lo largo de los últimos años, la gestión del riesgo ha ido evolucionando a través de la implementación de nuevas líneas de actuación más acordes con la realidad económica (muestra de ello serían los estándares de Basilea para el sector financiero).

Uno de los principales problemas que han tenido que afrontar las entidades financieras ha sido la solvencia, medida con ratios de capital de manera genérica. Una de las nuevas maneras de incrementar la solvencia sería la emisión de *Contingent Convertibles* (CoCos).

Los CoCos son instrumentos de deuda que se transformarían en acciones en caso de que se produzca un «desencadenante» (*trigger*). Los CoCos son títulos híbridos ya que tienen características propias de títulos de deuda y de *equity*; empiezan su vida como bonos ordinarios (pago de principal y cupones) y en caso de que llegada una determinada fecha no hayan sido convertidos en *equity*, vencerían como bonos corrientes. Por el contrario, la conversión de deuda a *equity* en los CoCos se realizaría de forma automática al producirse el *trigger* (para el caso concreto de ratios de capital, el *trigger* sería perder un determinado nivel de solvencia).

La utilidad de los CoCos es que permite la obtención de capital en momentos en que las vías de captación de *equity* tradicionales no son viables, evitando de esta forma la necesidad de llevarse a cabo rescates públicos como los acontecidos en la actual crisis financiera. No obstante, con el fin de que los CoCos sean eficaces para alcanzar los requisitos de capital, es necesario determinar qué *triggers* provocan su conversión automática de deuda a *equity*.

En conclusión, los CoCos pueden desempeñar un papel fundamental evitando que la prociclicidad en momentos desfavorables se acentúe ya que permitirían obtener capital en momentos en que otras opciones no son favorables por las condiciones de mercado, o son poco atractivas para los accionistas. Además, los CoCos podrían ayudar a mitigar el efecto contagio que lleve a una posible crisis sistémica.

Palabras claves: ratio de solvencia, *trigger*, *Contingent Convertibles* y Basel.

Fecha de entrada: 03-05-2012 / Fecha de aceptación: 12-07-2012

CONTINGENT CONVERTIBLES. A NEW STRATEGY FOR RAISING EQUITY

Albert Diaz Polo

Andrés López Bech

Ignacio Pallás Margenat

José Ignacio Pareja Terrasa

ABSTRACT

The current financial crisis has brought to light the problem caused by those financial institutions that, due to their importance and size, it is not possible to let them go bankrupt (*too big to fail*). During the last years, risk management has evolved through the implementation of new lines of action more in line with the economic environment (a good example of this would be Basel standards for the financial sector).

One of the main problems faced by financial institutions in the recent years has been accomplishing the solvency ratios set in Basel standards. One new strategy for increasing the solvency ratio of a financial institution would be issuing *Contingent Convertibles* (CoCos).

CoCos are debt instruments that are converted into shares in the event of a trigger. CoCos are hybrid securities since they have features of both debt and equity; begin their life as ordinary bonds (principal and coupon payments) and upon a specific date, if they have not been converted into equity, they mature as normal bonds. On the contrary, CoCos' debt-equity conversion would be carried out automatically when the trigger occurs (in the concrete case of capital ratios, the trigger would be set if the financial institution's solvency ratio drops below a certain level).

CoCos' usefulness allows raising capital at a time when traditional equity-raise options are not feasible, avoiding the need to carry out public bailouts as occurred in the current financial crisis. Nonetheless, setting what triggers induce the automatic debt-equity conversion is key in order to use CoCos in an effective way to achieve capital requirements.

In conclusion, CoCos can play a key role in preventing procyclicality to accentuate in downturns as they would enable to raise capital at a time when other options are not favorable due to market conditions, or are unattractive to shareholders. Furthermore, CoCos could help mitigate the contagion effect that leads to a possible systemic crisis.

Keywords: solvency ratio, trigger, Contingent Convertibles and Basilea.

Sumario

1. Introducción
 - 1.1. Marco regulatorio de los ratios de capital
 - 1.2. *Contingent Convertibles*
 - 1.3. Propuesta Suiza y emisiones recientes
 - 1.4. *Corporate Contingent Convertibles*
 - 1.5. Riesgo moral
2. Ventajas de los *Contingent Convertibles*
3. Desventajas de los *Contingent Convertibles*
4. Otras consideraciones
5. Conclusiones

1. INTRODUCCIÓN

1.1. MARCO REGULATORIO DE LOS RATIOS DE CAPITAL

Las causas de la actual recesión económica son múltiples y han revelado las debilidades de las distintas economías mundiales. Además, la crisis financiera ha sacado de nuevo a la luz el problema que suponen aquellas instituciones bancarias que por su importancia y tamaño no es posible dejarlas caer (*too big to fail*). Desde que en 1988 el Comité de Basel en Supervisión Bancaria (BCBS) estableciera unos requerimientos mínimos de capital para las instituciones bancarias, la gestión del riesgo ha ido evolucionando a través de la implementación de nuevas líneas de actuación más acordes con la realidad económica. Buen ejemplo de ello fue la publicación en 2004 de Basel II, unos estándares internacionales que los reguladores bancarios usan a la hora de determinar cuánto capital deben conservar los bancos para hacer frente a posibles riesgos financieros y operacionales. No obstante, la actual recesión económica ha puesto de manifiesto las debilidades de la estructura de capital y sobre todo, cómo los ratios de capital *Tier 1* ocultan la verdadera posición de *equity* de los bancos. Por ello, el BCBS ha establecido nuevos requerimientos de capital, liquidez y apalancamiento financiero (Basel III) más exigentes que deberán implementar los bancos entre el 2013-2019. Tal como se muestra en el gráfico comparativo entre las regulaciones del *equity* fijadas por Basel II y III, la crisis financiera ha provocado que los requerimientos de capital *Tier 1* y *Tier 2* hayan aumentado conjuntamente del 8% al 10,5% de los activos ponderados por riesgo (APR), consiguiendo así una mejora sustancial de la calidad del capital. Esta diferencia de 250 puntos básico subyace en la integración de un *buffer* de conservación que deberá ser integrado entre el 2016-2019. Además, en las nuevas regulaciones de Basel III se establece un *buffer* anticíclico que puede oscilar entre el 0%-2,5% de los APR. En definitiva, estas nuevas regulaciones más exigentes del *equity* tienen como objetivo principal evitar que se produzca de nuevo el colapso de las instituciones financieras y rescates a cargo de los contribuyentes.

	Basel II	Basel III
		+
		+ <i>tbd</i> SIFI capital surcharge
Basel III = 10,5 %	>13 %	0 % up to 2,5 % Countercyclical Buffer
Basel II = 8 %		2 % Tier 2
	4 % Tier 2	1,5 % Other Qualifying Tier 1 (OQT1)
	2 % Other Qualifying Tier 1 (OQT1)	2,5 % Capital Conservation Buffer
	2 % Common Equity Tier 1 (CET1)	4,5 % Common Equity Tier 1

En la actualidad, las instituciones financieras tienen **dos vías principales** para poder aumentar su *equity* y así cumplir los requerimientos de capital fijados por Basel II y III:

- i) **Venta de APR.** Un ejemplo actual de dicha estrategia es el proceso competitivo abierto por el Santander para su «Operación Escudería», nombre en clave con el que se ha bautizado la venta de activos inmobiliarios adjudicados por valor de casi 3.000 millones de euros. Después de que Cerberus y Goldman Sachs, asesorados por Freshfields, hayan renunciado a adquirir tales activos, el banco con mayores posibilidades de adquirirlos es a día de hoy Morgan Stanley. No obstante, la principal desventaja de esta vía para aumentar el *equity* es que estas operaciones suelen acarrear una prima de descuento demasiado elevada como para conseguir que la venta sea rentable. En el caso del Santander y Morgan Stanley, es probable que la compra de los activos inmobiliarios acabe cerrándose con un 60% de descuento. Por último, la dificultad en encontrar potenciales compradores y el tiempo que transcurre hasta que se cierra el contrato de compraventa provoca que sea complejo ejecutar este tipo de operaciones.
- ii) **Ampliaciones de capital.** La actual incertidumbre que hay alrededor de los balances de las instituciones de crédito (exposición a deuda soberana europea) y la volatilidad de los mercados ha provocado que los inversores sean reticentes a la compra de acciones del sector financiero. Por consiguiente, esta opción al igual que la estrategia anterior es difícil de llevar a cabo en la coyuntura económica actual.

A raíz de las dificultades que están teniendo las instituciones financieras para aumentar sus ratios de capital, la emisión de *Contingent Convertibles* es un instrumento financiero que está siendo analizado recientemente como medida complementaria para la gestión del riesgo.

1.2. CONTINGENT CONVERTIBLES

Los *Contingent Convertibles* (CoCos de ahora en adelante) son instrumentos de deuda que se transformarán en acciones en caso de que se produzca un suceso desencadenante (de ahora en adelante *trigger*). Los CoCos son títulos híbridos ya que tienen características propias de títulos de deuda y de *equity*; empiezan su vida como bonos ordinarios (pago de principal y cupones) y en caso de que llegada una determinada fecha no hayan sido convertidos en *equity*, vencerían como bonos corrientes.

Sin embargo, los CoCos se diferencian de los instrumentos híbridos tradicionales de dos maneras significativas. En primer lugar, mientras que los CoCos son instrumentos de deuda con fecha de vencimiento con conversión deuda/*equity*, los actuales instrumentos híbridos son deuda perpetua que por contrato ofrece la posibilidad de absorber pérdidas mediante el aplazamiento (no acumulativo) de cupones o la extensión de la fecha de vencimiento. En segundo lugar, mientras que la conversión de deuda a *equity* en los CoCos se realiza de forma automática al producirse el *trigger*, la conversión de los híbridos existentes se deja a la decisión del banco, a menos que los ratios de capital no se cumplan (esto es a nivel europeo ya que en España la mayoría de híbridos se ejecutan llegada una fecha concreta). Durante la reciente crisis, la mayoría de los instrumentos de capital híbridos no absorbieron las pérdidas a pesar de ser diseñados para tal. Esto se debió por una parte a que los bancos no querían enviar señales negativas a los mercados y, por otra, a cierta abstención en las regulaciones, sobreestimación de los ratios de capital y/o inyecciones de capital por parte de los gobiernos, lo que impidió la ruptura de los ratios de capital.

En definitiva, tal como se ha introducido antes, la actual complejidad coyuntural a la hora de ejecutar alguna de las dos vías para aumentar el *equity*, juntamente con la poca capacidad de absorción de pérdidas que tuvieron los instrumentos híbridos durante la crisis, ha contribuido a que propuestas como la de emitir CoCos estén recientemente ganando popularidad.

La utilidad de los CoCos es que permite la obtención de capital en momentos en que las otras dos vías de captación de *equity* no son viables, evitando de esta forma la necesidad de llevarse a cabo rescates públicos como los acontecidos en la actual crisis financiera. No obstante, a fin de que los CoCos sean eficaces para alcanzar los requisitos de capital, es necesario determinar qué *triggers* provocan su conversión automática de deuda a *equity* y las tasas correspondientes. Dependiendo de la elección de los *triggers* y las tasas de conversión (se explicarán en detalle más adelante), los CoCos pueden ser diseñados específicamente para aumentar la reservas de capital, asegurar la recapitalización del sistema o aumentar la absorción de pérdidas antes de la fallida de un banco. En definitiva, el *trigger* de los CoCos determina la probabilidad (riesgo) de que se ejecute la conversión.

A continuación, se establecen las ventajas y desventajas de las distintas condiciones de ejecución, las tasas de conversión, su impacto en los precios, la liquidez de estos instrumentos y la dinámica del mercado. Hasta el momento, se han propuesto **tres clases de triggers**:

- **Systemic Triggers.** Los *triggers* se basarían en la condición de todo el sistema financiero, usando por ejemplo las condiciones de liquidez o un índice de volatilidad del mercado. Además, estos *triggers* también permiten al regulador bancario ejecutar la conversión si lo considera conveniente o porque considera que se está produciendo una crisis sistémica (*supervisory discretion*). Estos *triggers* son más eficientes que los *bank-specific triggers* (se explicarán seguidamente) abordando los riesgos sistémicos ya que permiten aumentar el *equity* de todo el sistema bancario (no solamente de uno o varios bancos) al mismo tiempo. Sin embargo, una desventaja que presentan estos *triggers* es que no diferencia entre bancos con *performance* buena o mala y, en consecuencia, limita los incentivos de los bancos a mejorar su gestión del riesgo. Además, otro problema adicional que presentan estos *triggers* es que pueden ser objeto de manipulación del mercado. No obstante, este inconveniente puede superarse, en cierta medida, basando los *triggers* de conversión en la media móvil de un precio de mercado. Por último, dada la dificultad en predecir sucesos sistémicos, la fijación de la calificación y el precio de los CoCos sería de elevada complejidad.

Tipología	Descripción	Ventajas	Desventajas	Ejemplos
Desencadenantes sistémicos	Basados en factores de mercado	Incrementa el capital en todo el sistema bancario al mismo tiempo y, de este modo, se consigue una mayor eficiencia mediante la reducción del riesgo sistémico	<ul style="list-style-type: none"> No incentiva a la directiva de los bancos a fijar determinadas acciones dado que los factores desencadenantes son eliminados por el control directo Quizás sea muy amplio y costoso a menos que los factores desencadenantes sean suficientemente bajos 	
	1. Condiciones generales determinadas del sector financiero (tendencias de pérdidas, capitalizaciones, ratios de capital)	<ul style="list-style-type: none"> Intuitivamente atractivo: incrementa el capital del sistema bancario como respuesta a las pérdidas del sistema crediticio Automático, no confía en el criterio de regulación y supervisión (y no da derecho a la intervención) 	<ul style="list-style-type: none"> La carencia de diferenciación entre los bancos quizás tenga consecuencias inesperadas La carencia de un órgano de supervisión elimina juicios en situaciones con pocos o ningún antecedente La posibilidad de que el desencadenante tenga muy poco margen, como por ejemplo, el riesgo sistémico, provoca una consecuencia no ligada a la pérdida de crédito (por lo tanto, la recapitalización es solo síntoma y no una causa) 	Desencadenante de pérdida de crédito: la condición se produce si las hipotecas de residencias impagadas superan un determinado límite
2. Criterio de supervisión o declaración de supervisión de las crisis financieras	Amplia recapitalización del sistema bancario cuando los reguladores lo necesitan	<ul style="list-style-type: none"> Carencia de diferenciación entre compañías han generado consecuencias diferentes y provocan una recapitalización ineficiente 	.../...	

Tipología	Descripción	Ventajas	Desventajas	Ejemplos
.../...			<ul style="list-style-type: none"> • La fuerte confianza en juicios regulatorios y criterios de supervisión quizás sea contraproductiva si el efecto de las señales negativas fomentan la tolerancia • Las consecuencias a gran escala quizás retrasan la supervisión • Baja comercialización: incrementa los costes de financiación dado que el inversor debe cargar una prima por la incertidumbre asociada a los condicionantes del desencadenante 	

- **Bank-specific Triggers.** Los *triggers* se basarían en el estado financiero de una institución, usando por ejemplo un ratio de capital, el precio de la acción o el precio de los CDS. Al igual que los *Systemic Triggers*, estos también permiten al regulador bancario ejecutar la conversión una vez considerados los resultados del *stress test* del banco (*supervisory discretion*). Por último, a pesar de que los ratios de *equity* parecen alinearse mejor con los objetivos del marco regulador de capital, estos tienden a ser indicadores rezagados de la situación financiera de un banco y, por consiguiente, puede provocar que la conversión no se realice con suficiente antelación.

Tipología	Descripción	Ventajas	Desventajas	Ejemplos
<p>Desencadenantes específicos para bancos</p>	<p>Factores específicos institucionales</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Incentivos claros para los accionistas y directivos • Más focalizadas para instituciones con dificultades 	<p>Probablemente insuficientemente sensible a los riesgos sistémicos (ej. la necesidad de recapitalizar todo el sistema bancario simultáneamente)</p>	<p>La convertibilidad se produce si el ratio de capital de un banco por debajo de un umbral predeterminado Canje de Loyds: límite del 5% del valor del capital Tier 1 partido por el total de los activos de riesgo ponderados</p>
	<p>1. Indicadores de estabilidad financiera (ej. ratios de capital)</p> <p>2. Indicadores de mercado (ej. precio del título, diferencial del CDS)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Facilidad para el precio • Intuitivos y fácilmente comprensibles e implementables <ul style="list-style-type: none"> • Visión a largo plazo (asumiendo mercados razonablemente eficientes) • Mejor indicador que los ratios regulatorios a la hora de identificar instituciones que van a sufrir dificultades 	<ul style="list-style-type: none"> • La baja periodicidad de su publicación hace que sea probable que los indicadores se publiquen posteriormente a la realidad financiera <ul style="list-style-type: none"> • Los mercados pueden ser distorsionados especialmente en momentos de estrés, consecuentemente no ofrecen las señales correctas • Las elevadas probabilidades de un falso positivo, por ejemplo, conversiones prematuras, las cuales conllevan elevados costes de financiación • La amenaza del efecto dilución podría influir en una espiral bajista del precio 	<p>La convertibilidad se produce si el precio de la acción de una compañía se establece por debajo de un determinado nivel o el diferencial del CDS excede un determinado nivel</p>

.../...

Tipología	Descripción	Ventajas	Desventajas	Ejemplos
.../...	<p>3. Criterio de los supervisores ante los desencadenantes de conversión cuando el estrés financiero es considerado suficientemente alto (ej. resultados de los test de estrés)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Trata el tema de la demora de los ratios de capital y otras medidas regulatorias y contables • La incertidumbre limita la manipulación del mercado y la creación del capital convertible con criterios de conversión predeterminados 	<ul style="list-style-type: none"> • No automático, lo que incrementa las señales negativas • La fuerte confianza en juicios regulatorios y criterios de supervisión quizás sea contraproductiva si el efecto de las señales negativas fomentan la tolerancia 	<p>La convertibilidad puede también producirse cuando el banco suspende un test regulatorio de estrés (como US SCAP o los test de estrés de CEBS europeos)</p>

- **Dual Triggers.** Esta propuesta resulta de una combinación de los *Systemic Triggers* y los *Bank-specific Triggers* en la que es necesario probar que existe una crisis sistémica y que se cumplen unos *triggers* del banco para que se efectúe la conversión deuda/*equity*.

Tipología	Descripción	Ventajas	Desventajas	Ejemplos
Desencadenantes duales (Específicos de bancos + sistémicos)	Declaración de una crisis sistémica y la fijación de un único desencadenante idiosincrático	Recapitalización general del sistema bancario mientras se permite la diferenciación entre los bancos	<ul style="list-style-type: none"> • Propenso a producir señales mixtas: vacíos regulatorios contra la mala percepción de la severidad de los mercados • Riesgos combinando las peores características de los desencadenantes: confianza fuerte en el criterio de supervisión y al indicador de demora sujeto a las variaciones nacionales 	FRENCH et ál. (2010): la declaración de los reguladores de que el sistema financiero está sufriendo una crisis

En definitiva, los *triggers* basados en el mercado (*systemic triggers*) o en ratios de capital (*bank-specific triggers*) es probable que sean más fáciles de poner un *rating* y de fijar el precio que aquellos con los *triggers* basados en *supervisory discretion* (explicados antes a nivel individual para los *systemic triggers* y *bank-specific triggers*).

Además, recientemente se ha propuesto un enfoque reglamentario a la reestructuración de la deuda denominado en términos ingleses como **Discretionary regulation/«Bail-in»**. Este enfoque legal requiere dotar a los reguladores de facultades legales para llevar a cabo la cancelación de deuda o la conversión deuda/*equity*. A diferencia del *supervisory discretion*, los planes de «Bail-in» tratan directamente con problemas relacionados con las SIFI (Systemically Important Financial Institutions) proporcionando a los supervisores poder para recapitalizar una SIFI insolvente más rápidamente (unos pocos días vs. varios meses bajo las normas de quiebra existentes). Con ello se consigue ganar un tiempo crucial para evaluar la viabilidad del banco y, cuando sea necesario, proceder a una liquidación rápida y ordenada. No obstante, la propuesta «Bail-in» podría conllevar desafíos legales y una oposición política fuerte. Por consiguiente, un marco legal claro y un procedimiento coherente es esencial para su eficacia.

Instituciones sistemáticas (SIFI)				
Santander	Dexia	RBS	Citigroup	Bank of New York Mellon
Barclays	Crédit Agricole	Societe Generale	Goldman Sachs	Bank of China
.../...				

Instituciones sistemáticas (SIFI)				
.../...				
BNP Paribas	HSBC	UBS	JP Morgan Chase	Mitsubishi
Commerzbank	ING	Unicredit	Morgan Stanley	Mizuho
Credit Suisse	Lloyds	Banque Populaire	State Street	Sumitomo Mitsui
Deutsche Bank	Nordea	Bank of America	Wells Fargo	

Por lo que se refiere a las **tasas de conversión/nivel de trigger** de los CoCos, con independencia de si se opta por una clase u otra de *triggers* (*systemic*, *bank-specific* o *dual*), es posible establecer distintos niveles de CoCos, cada uno de ellos con una función distinta. En otras palabras, los bancos poseen diversas medidas de reestructuración contra la disminución del capital a través de la emisión de *low level triggers* y *high level triggers* (se verá gráficamente cuando se explique la propuesta suiza sobre los CoCos). Los objetivos y características de estos dos niveles de *triggers* se muestran en la siguiente tabla.

	Triggers	Objetivo	Grados de estrés	Instrumentos de deuda	Enfoque
Medidas de reestructuración contra la disminución de capital	Ejemplos de <i>low triggers</i> : <ul style="list-style-type: none"> • <i>Common Equity Ratio</i> 7% de los activos ponderados por riesgo • Por encima del 7% más cualquier necesidad de colchón contracíclico 	Recapitalización para estabilizar la situación y generar confianza en el mercado	Deteriorar la situación financiera	CoCos <i>low triggers</i> convertibles a capital propio	Convertibilidad a partir del acuerdo contractual entre emisores e inversores
	Ejemplos de <i>high triggers</i> : <ul style="list-style-type: none"> • <i>Common Equity</i> 5% de los activos ponderados por riesgo, o el ratio de capital por activos ponderados sin riesgo • Punto de inviabilidad u otros sucesos establecidos 	Proporcionar recapitalización adicional para prevenir la suspensión de pagos Reestructuración obligatoria para prevenir el estado de insolvencia	Amenaza de quiebra Amenaza de insolvencia	CoCos con <i>high triggers</i> convertibles a capital propio Para reivindicar prioridad, deuda subordinada y, finalmente, deuda <i>senior</i> no asegurada podría estar sujeta a la conversión en capital propio	Convertibilidad a partir del acuerdo contractual entre emisores e inversores Posibilidad contractual pero muy probablemente requeriría poderes estatutarios

Desde el punto de vista operacional, una consideración importante a la hora de emitir CoCos es el **tipo de conversión** que se aplicará si se produce el *trigger*. Las opciones posibles son las dos siguientes:

- Conversión a un número predeterminado de acciones basándose en el valor nominal del CoCo dividido por el precio de la acción en el **momento de la emisión**. En el momento de la conversión, el efecto dilutivo de los accionistas se limitaría a un menor precio de las acciones pero los tenedores de bonos sufrirían pérdidas como si fueran accionistas (en el ejemplo numérico que viene a continuación se aprecia como el efecto dilutivo en este escenario es menor que en el segundo pero en cambio las pérdidas de los propietarios de los CoCos son mayores).
- Conversión a un número predeterminado de acciones basándose en el valor nominal del CoCo dividido por el precio de la acción en el **momento de la conversión**. En el momento de la conversión los titulares de los CoCos recibirían el monto nominal de las acciones y no sufrirían pérdidas si pudiesen vender las acciones, sino que absorberían las pérdidas futuras como nuevos accionistas. Sin embargo, los accionistas sufrirían el efecto dilutivo con mayor dureza que en el caso anterior (en el ejemplo numérico, en el segundo escenario de conversión se conseguirían 500 títulos vs. 100 títulos en el primer escenario, es decir, mayor efecto dilutivo en el segundo escenario).

Una vez vistos los diferentes tipos de conversión a nivel teórico creemos que mostrarlo con un **ejemplo numérico** ayudará a ver las diferencias entre las conversiones y a entender mejor el proceso.

EJEMPLO

Precio de la acción en el momento de la emisión. Supongamos que somos un inversor con intención de invertir 10.000 euros. Se emiten CoCos con valor nominal (*par value*) 1.000 euros cada uno. Si el banco está cotizando en la fecha de la emisión de los CoCos a 10 euros por acción obtenemos una ecuación de canje predeterminada de 100 títulos (valor nominal dividido entre la cotización) por cada CoCo. Al haber comprado 10 CoCos, nos corresponderían 1.000 acciones del banco caso de tener lugar la conversión (100 títulos/CoCo \times 10 CoCos). Caso de que en el momento de la conversión el banco esté cotizando a 2 euros/acción, recibiríamos 2.000 euros en títulos (los 1.000 títulos a los que tenemos derecho a 2 euros cada título). Consecuentemente, obtendríamos una minusvalía negativa ya que nuestra inversión inicial era 10.000 euros. No obstante, la minusvalía no serían 8.000 euros sino que habría que tener en cuenta también los cupones que hemos ido recibiendo.

Precio de la acción en el momento de la conversión. Para la misma situación inicial que el caso anterior, si la ecuación de canje se estableciera en la fecha en la que se lleva a cabo la conversión, los resultados variarían significativamente. Tenemos 10 CoCos ya que invertimos

.../...

.../...

10.000 euros y cada CoCo tiene un valor nominal de 1.000 euros. En el momento de la conversión, la cotización es de 2 euros/acción. Por lo tanto, la nueva ecuación de canje sería de 500 títulos por CoCo (valor nominal 1.000 euros dividido por 2 euros de *share price*). En este caso, como tenedores de 10 CoCos, recibiríamos 5.000 acciones del banco (500 acciones/CoCo \times 10 CoCos). Con la nueva ecuación de canje obtendríamos una inversión que sería igual a la cantidad invertida, 10.000 euros. Como puede observarse, en el primer caso los tenedores de los CoCos sufrirían pérdidas como los accionistas y, por el contrario, en el segundo caso, no sufrirían pérdidas al llevarse a cabo la conversión.

Para terminar con el contenido sobre el tipo de conversión, en la siguiente tabla se muestran las ventajas y desventajas, desde el punto de vista de los propietarios de los CoCos y de los accionistas, de llevar a cabo uno u otro tipo de conversión.

Tipología	Descripción	Ventajas	Desventajas
<p>Ligado a los poseedores de capital contingente (conversión a un determinado número de acciones de la compañía)</p> <p>1. Conversión a valor nominal</p>	<p>Convertible en el intervalo del desencadenante a un número variable de acciones basado en el precio de la acción en el mismo momento</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Proporciona claridad a los tenedores del CoCo (certeza en la valoración) • Expedición efectiva en cuanto a coste del CoCo <ul style="list-style-type: none"> • Los poseedores de CoCos se benefician de una bajada en el precio de la acción (en este caso incrementa la probabilidad de conversión) • Un coste de expedición bajo 	<ul style="list-style-type: none"> • Es posible que la convertibilidad sea ineficiente debido a un colchón de capital insuficiente • Es probable que incremente el coste y reduzca el acceso a nuevo capital a menos que la cantidad sea limitada <ul style="list-style-type: none"> • Crea incentivos a la manipulación de mercado (posiciones cortas), los cuales podrían ser eliminados si se utilizaran desencadenantes históricos basados en el mercado para la convertibilidad (ej. la media de la cotización de la acción en un periodo largo) • La alta dilución para los accionistas puede generar elevados incentivos a evitar la franja del desencadenante hasta el punto de que la convertibilidad sea muy tarde • El riesgo a una dilución potencialmente grande dado que los CoCos pueden ser comercializados con descuento debido al cercano punto de convertibilidad • El elevado coste de capital debido a la potencial e incierta dilución del capital, motivado por la franja del desencadenante • Un coste más elevado del capital pero menor coste de expedición
			<p>.../...</p>

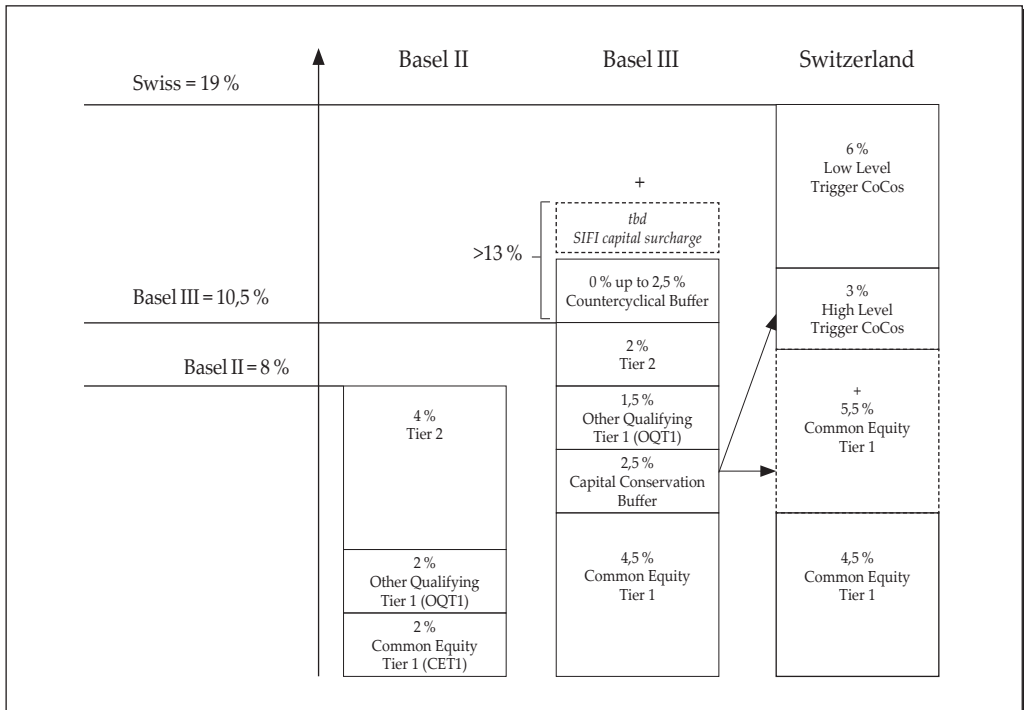
Tipología	Descripción	Ventajas	Desventajas
.../...			
2. Conversión por debajo del valor nominal		Incremento del valor de la firma debido a la reducción de pasivo disminuye la posibilidad de un ataque especulativo	<ul style="list-style-type: none"> • Los accionistas existentes tienen incentivos a la conversión prematura • El menor riesgo de dilución podría deteriorar el riesgo tomado por los directivos • Coste bajo del capital pero elevado coste de expedición
3. Conversión por un mayor o menor precio de cotización del capital contingente en el momento de la conversión		El bajo riesgo de dilución debido al ratio de conversión es fijado al precio de cotización que puede ser descontado del principal	<ul style="list-style-type: none"> • Elevados costes generales del capital debido al elevado grado de incertidumbre tanto para los poseedores del CoCo como para los accionistas • Crea incentivos a la manipulación de mercado para reducir el pago de deuda cuando el banco opera cerca del límite del desencadenante, la correlación entre deuda y capital es alta, y el riesgo de dilución es bajo • Elevado coste de emisión del capital contingente
4. No conversión pero adquisición de capital		<ul style="list-style-type: none"> • Mayor eficiencia de coste del capital contingente • No riesgo de dilución 	Crea incentivos a la manipulación de mercado para reducir el pago de deuda
			.../...

Tipología	Descripción	Ventajas	Desventajas
.../...			
Ligado a los accionistas (conversión a un determinado número de acciones de la compañía)	Conversión sobre la franja de convertibilidad o una fecha determinada en un finito número de acciones basadas en el precio de la acción en el momento de la emisión inicial	<ul style="list-style-type: none"> • No existen incentivos a la manipulación: específica y fijada cantidad de dilución para los accionistas; los directivos consideran la convertibilidad solamente si el grado de dilución es menor que los pagos de deuda a los poseedores de capital contingente • Fomenta a ambas partes a evitar la franja de convertibilidad; la conversión óptima solo si el precio de la acción es bajo cuando el banco opera cerca del límite de convertibilidad 	El coste de financiación incrementará proporcionalmente a la capacidad del bando de afrontar circunstancias difíciles
Ligado a los emisores de los CoCos	Conversión sobre la franja de convertibilidad en un número variable de acciones basado en el precio de cotización y en el capital deficitario en el momento en que se cumpla el desencadenante	<ul style="list-style-type: none"> • Poca claridad para los poseedores de los CoCos (valoración incierta) • Efectividad en la conversión, por ejemplo: creación de suficiente <i>Capital Buffer</i> sobre la conversión (asumiendo el desencadenante temporal y la fórmula de convertibilidad) • Mayor incentivo a la compatibilidad 	<ul style="list-style-type: none"> • Incremento de los costes generales de capital debido a una mayor incertidumbre para ambos: los tenedores del CoCo y los accionistas • Elevado coste de emisión del capital contingente

Por último, la asignación de los precios y la demanda de los CoCos dependerá de los *triggers* (*systemic, bank-specific* o *dual*), los tipos de conversión (precio de la acción en el momento de la conversión o en el momento de la emisión) y las tasas de conversión/nivel de *trigger* (en qué % de capital sobre los APR se ejecutará la conversión). En concreto, dado que el nivel de *trigger* (ejemplo, 12 %-15 %-16,5 %, etc., de ratio de capital sobre los APR) determina el riesgo/probabilidad de que se ejecute la conversión, para una tasa de conversión determinada el coste de emisión de un *low level CoCo* debería ser más barato que un *high level CoCo*. Por consiguiente, los inversores tradicionales / conservadores son más propensos a invertir en instrumentos con menor reparto de pérdidas (*low level trigger*) y los inversores más dinámicos/especulativos con mayor reparto de pérdidas (*high level trigger*) ya que a mayor riesgo, mayor es la rentabilidad esperada.

1.3. PROPUESTA SUIZA Y EMISIONES RECIENTES

En la actualidad, los CoCos están siendo discutidos por el Comité de Basel, el Consejo de Estabilidad Financiera y la Unión Europea. Además, varios reguladores (Canadá, Holanda, UK y US) han mostrado ya interés en añadirlos a sus instrumentos de supervisión para la mejora de la gestión de la crisis.



Además, recientemente Suiza ha propuesto un mayor requerimiento de capital regulatorio (19% de los activos ponderados por riesgo vs. 10,5% propuesto por Basel III) para sus dos bancos más grandes (UBS y Credit Suisse), de los cuales 9 puntos porcentuales pueden ser realizados en forma de *low level trigger CoCos* y *high level trigger CoCos*.

A pesar de que se ha hablado mucho de estos productos, la negociación de los mismos hasta la fecha ha sido poca. El primer banco que emitió tales productos fue Lloyds Banking Group en el 2009, seguido de Rabobank un año más tarde y de Credit Suisse hace unos pocos meses. Por otra parte, Barclays también está meditando la posibilidad de empezar a emitirlos. Tal como se muestra en la tabla adjunta, hasta el momento las emisiones de CoCos se han hecho un intervalo entre el 6-10% y la tasa de conversión alrededor del 7% del capital sobre los APR.

The precedent: CoCos issued by banks

	Inssuance date	Volume	Coupon	Trigger
Lloyds	Novembre 2009	GBP 7,5 billion	n.a.	tier-1 equity ratio < 5%
Rabobank	March 2010	EUR 1,25 billion	6,875%	tier-1 equity ratio < 7%
Credit Suisse	February 2011	CHF 6 billion	9% and 9,5%	tier-1 equity ratio < 7%
Fuente: Company press releases.				

1.4. CORPORATE CONTINGENT CONVERTIBLES

Desde el punto de vista de Claudia Hopstein, *Head of Corporate Debt Finance & Advisory en HSBC*, el potencial que tienen estos productos podría alcanzar 1 trillón de euros. Viendo el potencial que presentan estos productos, la pregunta que muchos expertos se formulan es si estos productos podrían llegar a ser usados por las empresas (*corporates*) convirtiéndolos de esta forma en CoCoCos, es decir, **Corporate Contingent Convertibles**. La cuestión es que las empresas, a diferencia de las instituciones bancarias, no tienen imposiciones de capital. Los CoCos están estructurados a partir de los criterios de Basel III y, por consiguiente, el motivo por el cual los bancos estarían interesados en emitir este tipo de productos financieros no existe en las grandes corporaciones (niveles mínimos de capital). Además, el problema que han presentado y presentan las instituciones no financieras durante la crisis es de liquidez, no de *equity*. Por lo tanto, dado que este instrumento financiero no ayudaría a mejorar la liquidez (problema principal de las instituciones no bancarias), pocos directores financieros estarían dispuestos a pagar una prima por adquirir o emitir tales productos.

1.5. RIESGO MORAL

Como hemos ido comentando a lo largo de la introducción, los CoCos deberían ofrecer a las entidades financieras la posibilidad de recapitalizarse con sus propios recursos. De este modo se evitaría que el efecto de los rescates a entidades financieras recayera sobre las cuentas públicas, en última instancia la sociedad. Es evidente que dada la magnitud de algunos programas de rescate, como pueden ser el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en España o las decenas de miles de millones de dólares que se han empleado para el sector financiero estadounidense, los contribuyentes no han encajado de manera positiva estos *bailouts* con la excusa de que algunas entidades financieras eran demasiado grandes para caer y que su caída nos llevaría al colapso.

Si analizamos con más detalle el FROB español, hasta la fecha ya ha comprometido € 10,1 billones y su capacidad puede llegar hasta los € 36,0 billones. Además, en el caso de que esta cantidad no fuera suficiente para cubrir las pérdidas que se vayan generando, se podría llegar a ampliar este fondo hasta los € 90,0 billones previa aprobación del Ministerio de Economía¹. Sin embargo, para los que crean que € 90,0 billones es una cantidad inimaginable, simplemente debemos mirar a los EE. UU. para ver que realmente las magnitudes pueden llegar a ser mucho mayores. El plan de rescate que finalmente se aprobó a finales del 2008 en los EE. UU. alcanzó los \$ 700 billones (algo más de € 500 billones) que se destinaron para comprar activos tóxicos e ilíquidos del sector financiero americano². Dado el importe de estos planes de saneamiento parece razonable que haya quien se pregunte si es legítimo «gastarse» esta millonada en la industria.

Por si no fuera poco, aparte de los programas de rescate, muchos ejecutivos del sector financiero se han embolsado salarios y bonus millonarios que caso de que se hubieran quedado para recapitalizar los bancos nos permitirían estar en un contexto de necesidades mucho menores. Además, para lograr esos bonus, se llevaron a cabo operaciones más arriesgadas de lo que se debería para poder obtener mayores retornos y así maximizar estos complementos. Hay incluso quienes opinan que el uso de CoCos sería útil también para el pago del salario variable de los ejecutivos. Esto es debido a que como poseedores de estos bonos les interesaría que los riesgos y resultados del banco fueran positivos para evitar que se tuvieran que convertir los CoCos en acciones y así poder cobrar en *cash* al vencimiento de estos. Naturalmente, el hecho de poder recibir un cupón es otro incentivo para mantener una política menos agresiva y buscar un resultado más sostenible y estable.

Con un panorama frente al que nos encontramos, la aparición de un producto como pueden ser los CoCos podría ser la salvación. A pesar de que la finalidad de este producto financiero parece justo lo que necesita el sector financiero, hay que tener en cuenta que no todo son ventajas y hay que tener mucho cuidado con sus posibles implicaciones negativas para evitar que dichas consecuencias fueran todavía peores.

¹ <http://www.frob.es/financiera/doc/Presentacion%20para%20inversores%20octubre%20prot.pdf>

² <http://www.expansion.com/2008/10/03/economia-politica/economia/1171999.html>

2. VENTAJAS DE LOS CONTINGENT CONVERTIBLES

En primer lugar, y como hemos ido comentado a lo largo del documento, la principal ventaja que ofrecen los CoCos, y el motivo por el cual las entidades financieras deberían emitir estos productos, es que permitirían reducir y/o eliminar los costes de las recapitalizaciones futuras del sector por parte de los contribuyentes.

Sin embargo, las ventajas de este producto van mucho más allá. Inicialmente, a pesar de que podría llegar a considerarse un producto híbrido o *equity-like*, los CoCos son instrumentos de deuda (bonos) y como tales pagan unos intereses. Estos intereses son deducibles para el emisor, en nuestro caso entidades financieras, y consecuentemente esta deducibilidad fiscal se traduce en un menor coste del capital ponderado a largo plazo. Si consideramos acciones ordinarias, no habría ninguna deducibilidad en el reparto de dividendos. Esta implicación puede parecer poco relevante pero si atendemos a los distintos tipos marginales de los impuestos de sociedades nos damos cuenta de que el efecto es considerable. En el caso de España, el tipo general está en el 30% lo cual no es nada despreciable.

Otra consideración a tener en cuenta es la celeridad con la que puede llevarse a cabo la conversión en *equity* en caso de ser necesaria. Como hemos comentado al inicio, las únicas maneras de aumentar el nivel de capital son la venta de activos ponderados por riesgo (APR) y las ampliaciones de capital. No obstante, estas operaciones son procesos que no pueden decidirse de un día para otro. Por el contrario, en el caso de los CoCos, cuando se perdiera un umbral determinado de capital, se llevaría a cabo la conversión de manera automática, cosa que acelera mucho el proceso de recapitalización.

Algo que no se consideraría ventaja para el emisor, pero que sí sería una gran ventaja para el tenedor de los CoCos sería el hecho de que estos productos son *mandatory-pay*, es decir, que el pago de sus intereses genera una obligación para el emisor. De esta manera, se consiguen obtener más alicientes para que los inversores puedan llegar a confiar en un producto tan nuevo y se sientan atraídos por él. Naturalmente, un pago nunca es una ventaja pero partiendo de la idea de que caso de no emitir CoCos habría que captar financiación de otro tipo de recurso (que también habría que retribuir), la idea de tener un producto en balance que es deducible y que permitiría evitar perder el umbral mínimo de capital parece una solución muy interesante que como mínimo habrá que tener en cuenta.

3. DESVENTAJAS DE LOS CONTINGENT CONVERTIBLES

Una de las principales desventajas de los CoCos es que son un producto muy nuevo y, como hemos comentado anteriormente, solamente ha habido tres emisiones de CoCos a lo largo de la historia (Rabobank, Lloyds y Credit Suisse). El hecho de que no haya prácticamente un *track record* de emisiones precedentes genera incertidumbre, ya que se desconoce la aceptación que podría tener un producto de similares características en el mercado. Derivado de esta desventaja obtenemos que con mucha probabilidad, si finalmente se optara por la emisión de estos productos,

las primeras emisiones correrían a cargo de grandes instituciones financieras con una solvencia importante y buena reputación en el mercado para generar confianza y así poco a poco empezar a extender la práctica de emitir CoCos.

Cuando se analiza un producto financiero se mira siempre el riesgo y la rentabilidad del mismo. Además, y aunque se considera dentro de los riesgos, hay que poner mucha atención al tema de la liquidez, ya que caso de tener un producto ilíquido y quisiéramos venderlo, no habría manera de colocarlo en el mercado, salvo con enormes descuentos y a veces ni con descuentos. Aquí es donde surge otra de las desventajas con la que los CoCos deberían lidiar. Actualmente, no existe un mercado organizado donde puedan comprarse y venderse los CoCos una vez ya han sido emitidos, en otras palabras, no hay mercado secundario para los CoCos. Esto es una desventaja pero que a corto plazo podría resolverse con mayores rentabilidades ofrecidas por los CoCos para compensar esta «iliquidez». A medida que se fueran llevando a cabo más emisiones y el producto empezara a tener un cierto volumen es probable que poco a poco se empezara a organizar un mercado secundario para estos productos y corrigiendo de este modo la iliquidez que podrían tener en un primer momento.

Una vez vistos los riesgos para los tenedores de los CoCos hay que tener muy en cuenta las repercusiones que dichos productos podrían tener sobre los accionistas del banco, la cotización de las entidades financieras y la liquidez de las mismas. Por lo que refiere a los accionistas del banco, es evidente que plantea un serio conflicto. Caso de que el ratio de capital llegara al nivel en que los CoCos tuvieran que convertirse, los accionistas de la entidad en cuestión sufrirían el efecto dilución. Este efecto dilución reside en que los accionistas verían como aumenta el número de acciones en circulación, las llamadas *outstanding shares*, y, por lo tanto, su porcentaje de control sobre la compañía y los beneficios por acción disminuirían (salvo que los accionistas fueran los tenedores de los CoCos). Además, en el caso de que el aumento de beneficios no fuese significativo, naturalmente este incremento dependería del número de CoCos y de acciones ya en circulación, los accionistas verían como merman los dividendos. Otra implicación de este efecto dilución con el desapalancamiento que conlleva («cambio» de bonos a *equity*) es la bajada que sufriría el ROE (*return on equity*), uno de los ratios más relevantes para los accionistas. Para compensar esta caída en la rentabilidad del ROE, podría llegar a darse el caso de que los gestores de las entidades volvieran a llevar a cabo operaciones de más riesgo para así obtener mayor rentabilidad y compensar la caída de esta magnitud, lo que no solucionaría el problema de una gestión más conservadora del riesgo.

Los efectos sobre la cotización del precio de las entidades y la liquidez son consecuencia de los mismos condicionantes. Cuando el mercado se enterase de que un banco va a proceder a la conversión de los CoCos es muy probable que hubiera ventas de sus títulos e informes negativos por parte de los *brokers*. La consecuencia sería una bajada de la cotización de los títulos del banco en cuestión. Además, caso de que el mercado sospechara que no hay suficientes CoCos para hacer frente a las pérdidas y restablecer el nivel mínimo de capital, las consecuencias serían no una bajada sino un hundimiento del *share price*. Con la liquidez habría una relación similar. Si el mercado tuviera la sospecha de que un banco va a sufrir grandes pérdidas o viera que se ha producido o va a producirse una conversión masiva de los CoCos con mucha probabilidad las demás entidades financieras dejarían de prestarle en el interbancario y los mercados mayoristas se le «cerrarían» creándole así

un problema de liquidez a la entidad con dificultades. Si a este hecho le añadimos que el mercado podría llegar a sospechar que no habrá suficientes CoCos para restablecer el nivel mínimo de capital la respuesta sería o bien dejar caer a la entidad o bien rescatarla como se ha hecho hasta la fecha excepto para algunas entidades como Lehman Brothers (siempre que finalmente fuera necesaria). Para evitar sobrerreacciones en los mercados tanto a niveles de liquidez como de cotización, las emisiones de CoCos deberían ser lo suficientemente grandes para aportar un gran colchón de seguridad o al menos dar un margen de tiempo para poder reaccionar. Sin embargo, parece evidente que establecer un umbral mínimo de CoCos no es tarea sencilla, ya que las dimensiones de las crisis financieras son de entrada imposibles de predecir, el coste de oportunidad de tener un recurso ocioso por si hay que recapitalizar es demasiado caro y nunca se sabe qué nivel de capital contingente querría el mercado para las entidades, además que estas necesidades podrían ir fluctuando con el paso del tiempo.

4. OTRAS CONSIDERACIONES

Aparte de las ventajas y desventajas aparentes que puedan tener los CoCos hay que remarcar algunas otras cuestiones que actualmente podríamos definir como pendientes y que según cuál sea su resultado final pasarían a formar parte de las ventajas o las desventajas.

En primer lugar, hay que preguntarse si la conversión de los CoCos será tardía, cuando ya no haya solución para la entidad con dificultades. Aquí entran en juego tres posibilidades. La primera de ellas es la que justo adelantaba al iniciar el párrafo. Si para la conversión de los CoCos se escoge la pérdida de un nivel de capital muy cercano al mínimo regulatorio puede ser que o las emisiones de CoCos han sido muy importantes y hay mucho volumen o que ya no sea posible revertir la situación con las pérdidas futuras que van a tener lugar en la entidad. La segunda opción es que la conversión se lleve a cabo cuando se pierda un determinado nivel de capital pero que esté lejos del mínimo regulatorio. En este caso, llevar a cabo la conversión supondría una sobrecapitalización del banco con el correspondiente coste de oportunidad implícito más los efectos negativos comentados en las desventajas. Por último, la tercera opción y la que parece más razonable sería la de establecer una conversión por tramos para evitar en la mayor medida de lo posible los efectos de una sobrecapitalización o ya llegar tarde.

Una consideración en línea con el párrafo anterior sería el hecho de la renovación de los CoCos una vez se hayan convertido. Si bien es cierto que una vez convertidos los CoCos se podrían volver a emitir cuando se quisiera, sería interesante no perder de vista la posibilidad de que hubiera algún mecanismo que de algún modo «obligara» a la emisión de más CoCos para así asegurar la existencia de un nuevo *buffer* de capital para el futuro. De alguna manera sería asegurarse de que caso de que haya una recapitalización y se empleen los CoCos haya un mecanismo que reactive la precaución para evitar que vuelvan a repetirse situaciones como las que estamos viendo hoy en día.

Otra cuestión importante a tener en cuenta y que seguro tendrá un papel clave en establecer si hay futuro o no para los CoCos es la regulación. A pesar de que se está empezando a regular

el producto, especialmente en Suiza, aún está por ver qué se decide a nivel global. Con los pasos dados por los reguladores hasta la fecha, solamente podemos establecer que de momento el efecto de la regulación es neutral, es decir, está por ver. Como hemos ido comentando a lo largo del documento, habrá que esperar a ver si los reguladores consideran que los CoCos pueden considerarse un *buffer* de conservación de capital, si establecen en qué nivel debe llevarse a cabo la conversión, si habrá que renovarlos de manera automática (tanto al vencimiento como una vez convertidos), etc. O si por el contrario no regulan y dan flexibilidad a que las entidades hagan lo que consideren más oportuno.

Después de haber estado comentando qué son los Cocos, los diferentes tipos de conversiones que pueden llevarse a cabo y sus ventajas y desventajas hemos considerado que puede ser de gran utilidad ver unos ejemplos de diferentes escenarios que ha llevado a cabo la división de Investment Banking del banco Barclays para el caso de UBS y Credit Suisse ya que Suiza, como hemos comentado, es el país que más ha tratado el tema de los CoCos.

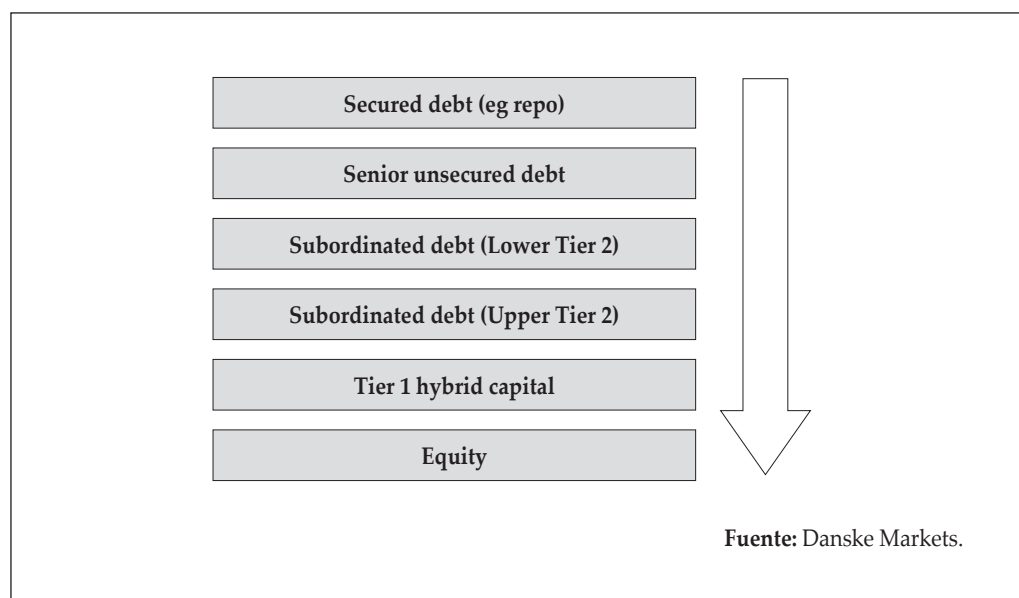
CoCo Coupons could cost 0-10 % of 2012 earnings

	UBS		CS	
	High case	Low case	High case	Low case
RWAS	4000.000	300.000	400.000	300.000
High-trigger CoCos	12.000	9.000	12.000	9.000
Yield	10%	9%	10%	9%
Cost	1.200	810	1.200	810
Low-trigger CoCos	24.000	18.000	24.000	18.000
Yield	7%	6%	7%	6%
Cost	1.680	1.080	1.680	1.080
Repay T1 & UT2	-7.425	-7.425	-14.412	-14.412
Yield	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Cost	-631	-631	-1.225	-1.225
Repay LT2 & senior	-28.575	-19.575	-21.588	-12.588
Yield	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
				.../...

	UBS		CS	
	High case	Low case	High case	Low case
.../...				
Cost	-1.000	-685	-756	-441
Net Cost	1.249	574	899	224
Consensus 2012 pretax	11.900	11.900	10.900	10.900
% impact	-10%	-5%	-8%	-2%

Estos escenarios contemplan la devolución de productos de deuda (*senior* y subordinada) e híbridos tradicionales para hacer una posterior emisión de CoCos y ver el impacto que tendría este cambio respecto a los resultados, concretamente respecto al resultado estimado antes de impuestos para el año 2012. Vamos a analizar el *High case* para UBS suponiendo unos activos ponderados por riesgo de CHF 400.000 millones. Si atendemos a las devoluciones, *repayments*, son CHF 7.425 millones de *Tier 1 hybrid capital* y *Upper Tier 2* (tipo de deuda subordinada) más CHF 28.575 millones de *Lower Tier 2* (tipo de deuda subordinada) y deuda *senior*, sumando CHF 36.000 millones.

Stylised capital structure of a bank



Consecuentemente, las emisiones de CoCos son CHF 36.000 millones (CHF 12.000 millones más CHF 24.000 millones) para compensar los *repayments* anteriores. Para entender estos escenarios y las rentabilidades de los diferentes productos hay que tener muy en cuenta algunas implicaciones. El *equity* es más caro que la deuda, ya que la deuda es deducible y, además, el nivel de *seniority* de la deuda, prioridad en el cobro en caso de *default*, es mayor que el *equity*, es decir, los tenedores de deuda cobrarían antes que los accionistas en caso de *default*. El gráfico adjuntado muestra muy gráficamente el nivel de *seniority* de más a menos prioridad (*equity* los últimos en cobrar).

Para el *High case* de UBS, el incremento de coste que supone incorporar los CoCos a la estructura de capital del banco es de CHF 1.249 millones. Este incremento en los costes de financiación supondría un impacto extra de un 10% sobre el resultado estimado antes de impuestos para el año 2012. No obstante, a pesar de que el impacto puede llegar a ser del 10%, si miramos los demás escenarios vemos que el sobrecoste podría llegar a ser de solamente un 2%.

Si no fuéramos más allá podríamos caer en la tentación de decir que al ser los CoCos un producto nuevo y encima más caro no vale la pena emitirlos. Por esa razón, debemos dar un paso más. Los intereses pagados por los CoCos podrían llegar a ser deducibles y ese hecho haría que el impacto final sobre los costes de financiación fuera menor al visto en los escenarios. En dichos escenarios se ha llevado a cabo la hipótesis antes de impuestos, habría que analizar los resultados después de impuestos para ver los números finales. Y además, por si no fuera poco, contar en balance con un producto que puede llegar a ser convertible, que podría tener la capacidad de absorber pérdidas y tiene la capacidad de evitar rescates públicos, a nosotros nos parece que tiene un valor intrínseco que va mucho más allá. Está claro que el tema de los CoCos acaba de empezar y dará mucho que hablar.

5. CONCLUSIONES

Dadas las características de este instrumento financiero, y una vez analizadas las ventajas y desventajas de los CoCos, podemos identificar dos grandes corrientes de pensamiento respecto a la utilización de este producto.

Por el lado positivo, se pueden considerar los CoCos como una herramienta a tener en cuenta para construir un escenario que ayude a gestionar la actual situación de crisis. Si bien no son la solución absoluta a la actual situación económica, sí pueden actuar como un complemento junto a demás instrumentos financieros para tratar de evitar el temido rescate de la banca, pero no pueden ser vistos como un sustituto del capital a pesar de que suponga una recapitalización que estabilice una coyuntura económica adversa y calme los mercados. Los CoCos pueden desempeñar un papel fundamental evitando que la prociclicidad en momentos desfavorables se acentúe. Por tanto, los CoCos permiten obtener capital en momentos en que otras opciones no son favorables por las condiciones de mercado, o son poco atractivas para los accionistas.

En segundo lugar, los CoCos pueden ayudar a mitigar el efecto contagio que lleve a una posible crisis sistémica. Instrumentos como los *CoCos high trigger* garantizan una recapitalización previa a que un banco se enfrente a dificultades y, consecuentemente, evita que se le cierren las puertas de acceso al mercado de capital, ya que fijan los niveles de capital muy cerca del nivel de estrés. El hecho de avanzarse a las dificultades supone un fuerte estímulo tanto para accionistas como para los tenedores de los bonos a ejercer la disciplina de mercado, colaborando a la sostenibilidad a largo plazo del banco. En suma, los CoCos pueden llegar a cumplir una función clave a nivel preventivo y de disciplina de mercado.

Otro factor relevante de los CoCos es que son un instrumento a tener en cuenta para aquellos bancos que disponen de una calidad crediticia buena y que se preocupan por estar protegidos ante un escenario negativo como puede ser el colapso repentino del mercado. Si un banco está siendo estudiado para una posible rebaja de su *rating* de deuda o si el propio banco se ve obligado a incumplir un *covenant*, el *yield* de este instrumento se elevaría de forma sustancial como compensación del riesgo, y, por lo tanto, no sería rentable emitirlo. A este efecto se le sumaría el hecho de que una vez el tenedor del bono pasara a ser accionista, este debería poder vender sus acciones después de la conversión, por lo que los emisores de CoCos deben ser entidades de gran tamaño y cotizadas.

Desde el punto de vista de los bancos, el capital contingente puede ser preferible al capital, ya que potencialmente puede ser más barato (si el gasto de intereses es deducible de impuestos). Antes de la conversión, podría ser una fuente no dilutiva de capital para los accionistas existentes, por lo que su emisión no cambia el control corporativo, y puede ser aceptable como *Tier 2* de capital para las pruebas de estrés de supervisión.

Dado que los CoCos todavía no se han testado, es necesario llevar a cabo un escrutinio para evitar posibles efectos adversos en los mercados. Por ello, el diseño de este producto y sus especificaciones serán claves para asegurar su eficacia y evitar riesgos. Los supervisores tienen que vigilar y monitorizar el diseño y emisión de estos instrumentos financieros, la transferencia de riesgo dentro del sistema financiero y la potencial creación de riesgo sistémico, incluyendo riesgo de liquidez.

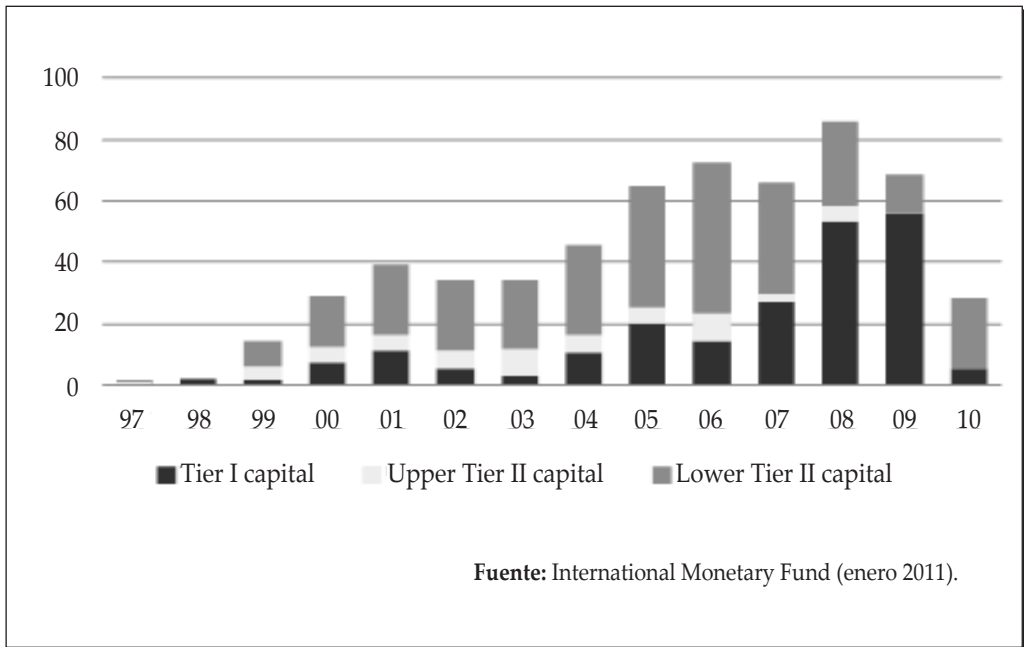
Según sea el objetivo de la emisión de los CoCos, un aspecto que los emisores de estos productos financieros y los inversores tendrán que resolver es el de cómo evaluar el riesgo de los bonos. En este sentido, nosotros consideramos que los inversores solo se mostrarán dispuestos a pagar precios aceptables por este instrumento si la probabilidad de que se ejecute la conversión es baja.

Respecto a los posibles problemas de riesgo de liquidez cuando el producto financiero se acerca a la conversión, llevando a una pérdida de confianza del mercado en la condición financiera del banco, se podrían introducir facilidades de liquidez de emergencia. Esto es, cuando se llega el momento de la conversión se puede generar un escenario de *credit crunch* alrededor del banco en cuestión. Para evitar esto, los supervisores deben facilitar a los bancos unos mecanis-

mos que les permitan obtener liquidez en momentos cercanos a la conversión para que esta no tenga una sobre-reacción.

Por lo que se refiere a los *triggers*, es preferible que estos estén basados en los ratios de capital de las instituciones, ya que son menos susceptibles a la manipulación y contagio del mercado. Además, con ellos, los directivos de los bancos tendrán un incentivo adicional para evitar incurrir en inversiones de riesgo que lleven eventualmente a una caída del nivel de *equity*. En cuanto a la tasa de conversión, si se busca un mecanismo más adaptado a estabilizar la situación financiera y generar confianza al mercado, se emitirán *low level triggers* para evitar llegar a niveles más críticos de capital. Por el contrario, si se pretende proporcionar una recapitalización adicional para prevenir una suspensión de pagos o un estado de insolvencia, se emitirán *high level triggers*.

Además del diseño del producto, es fundamental crear un mercado profundo. Tal como hemos visto a lo largo de estos años con los productos híbridos, el capital contingente puede necesitar varios años antes que los inversores potenciales se sientan familiarizados con el instrumento y depositen su confianza en este. En concreto, los productos híbridos y la deuda subordinada han tardado diez años desde su nacimiento hasta alcanzar una buena masa crítica. En la gráfica siguiente vemos la evolución, en billones de euros, de los diferentes niveles de *Tier* en Europa.



Las **principales barreras** que se tendrán que superar se relacionan con:

- La obtención de calificaciones de *rating*.
- La creación de un mercado secundario de CoCos.
- Quitar restricciones a determinadas inversiones para el mantenimiento de estos productos (instituciones de importancia sistémica y con apalancamiento financiero).
- Que Basilea y otros reguladores lo incluyan como capital de máxima calidad.

Todas estas acciones deberían ampliar el mercado de CoCos para hacerlo lo suficientemente profundo.

Por el lado negativo, existe el riesgo de que los CoCos nos puedan llevar a la siguiente crisis financiera. En línea con esta opinión, sería necesaria una regulación clara por parte de Basilea y no a nivel local (que haya homogeneidad en la regulación). Creemos que debería ser el Comité de Basilea el que cree un marco apropiado para la utilización de CoCos porque no se puede esperar que cada país tenga su propia regulación, ya que esto no contribuiría a la creación de mercado de CoCos. Este marco regulatorio debería fortalecer la supervisión del mercado de CoCos, asegurar una base de capital mayor, una mayor difusión pública de lo que son los CoCos para contribuir a la profundidad de mercado, y un eficaz régimen de resolución. Además, las políticas que dan soporte a los CoCos deben ir direccionadas a reducir el riesgo y el coste de las crisis sistémicas. Estos objetivos pueden conseguirse mediante instrumentos que permiten la conversión automática de la deuda a capital cuando el acceso a los mercados está complicado y desincentive a las instituciones financieras a tomar excesivos riesgos.

Como ya hemos analizado a lo largo del trabajo, también existe el temor de que los directivos eleven su propensión al riesgo a raíz de la utilización de este instrumento financiero. Nosotros nos atrevemos a sugerir que los bonus de los directores de banco se paguen en forma de instrumentos contingentes convertibles para reducir los incentivos a conductas de riesgo excesivo.

En suma, los CoCos deberían ser complementarios al capital, y no sustitutos de capital. Estos pueden ser utilizados para reemplazar el capital híbrido existente que no absorbió las pérdidas durante la crisis como se esperaba. A su vez, los CoCos no deben comprometer el objetivo de transparencia de capital y de mejora de la estructura de capital, fijados en el marco de Basilea III.

Garantizar la coherencia, la transparencia y la estandarización será importante para evitar estructuras complejas y para apoyar el objetivo del G-20 de transparencia. Reguladores, emisores e inversores tienen la necesidad de establecer criterios transparentes para asegurar la adecuada comercialización de los CoCos, y permitir que haya la profundidad y liquidez suficientes para su éxito. A pesar de su uso potencial en el tratamiento de los riesgos morales,

son instrumentos de capital contingente no probados. Por lo tanto, los supervisores tienen que estar atentos en el seguimiento del diseño y emisión, la transferencia implícita de los riesgos dentro del sistema financiero, y la potencial acumulación de riesgos sistémicos, incluyendo el riesgo de liquidez. Será fundamental aprovechar la experiencia del pasado para evitar repetir el fracaso ahora con los CoCos.