

Bonos convertibles contingentes. Aproximación histórica y teórica, estructuración y elementos decisivos para su valoración

Félix M. López Esteban*

Es habitual e, incluso, sumamente frecuente, que, al hablar de los bonos convertibles contingentes (CoCos) pensemos en bonos que, como el ser terrorífico que se alimenta de niños en las historias de cuna que contaban nuestros padres, están rodeados de misterio. Se trata de bonos, sí, pero de bonos con un no-sé-qué adicional que los convierte en algo diferente.

En el presente documento trataremos de realizar, en primer lugar, una aproximación conceptual e histórica a este tipo de bonos. En la segunda parte, analizaremos las distintas estructuras genéricas que se pueden dar y, finalmente, consideraremos los componentes más decisivos que influyen para la valoración de este tipo de bonos.

1. Aproximación histórica y teórica

Hasta hace apenas dos años, la respuesta a la pregunta de definición de *CoCo* no era tan clara. Desde que en 2001 el Royal Bank of Canada llegase a un acuerdo novedoso con Swiss Re, el concepto de bono que en caso de acaecimiento de un hecho determinado se convierte en capital ordinario, no era la acepción más común del término *CoCo*.

Por el contrario, el paradigma era la citada operación del Royal Bank of Canada, esto es, un bono contingente equivalía a un seguro frente a grandes pérdidas puntuales, en virtud del cual, en caso de una caída de importe

no determinado de las reservas generales del banco, la entidad aseguradora pagaba en efectivo un montante determinado a cambio de acciones preferentes del banco.

En el caso del Royal, este importe era de 200 millones de dólares canadienses y representaba, en el momento de firma del acuerdo, el 1% de su capital. Las acciones que se obtenían a cambio eran de carácter perpetuo, carentes de derechos de voto, pagaban dividendos no acumulativos y se emitirían al valor de mercado de las acciones ordinarias del 27 de octubre de 2000. Así, una vez emitidas, lo que nunca sucedió, computarían como recursos propios básicos (la denominación española del *tier 1*). El importe de la prima de este seguro no se reveló.

Aunque los acuerdos de esta índole proporcionan un colchón en caso de pérdidas que no conlleva una dilución del valor de mercado de las acciones (ni en el momento de la emisión del bono ni en el de la conversión), éstos son válidos si sólo un reducido número de instituciones los firma y únicamente permiten obtener una cantidad limitada de capital. Frente a crisis de carácter sistémico, contratos de este tipo no funcionan dado que, en esas situaciones, la aseguradora (la contraparte), también encuentra problemas para obtener el capital necesario para suscribir las acciones, especialmente si ha firmado más contratos de este tipo.

Dicho esto, podríamos en la actualidad definir genéricamente un *CoCo* como un bono emitido por una entidad financiera que, en el caso de que su *tier 1* caiga por debajo de un determinado nivel, *Solvency Trigger Level*, se convierte en acciones ordinarias a un determinado nivel de conversión. Por ello, diríamos también que es un bono

* Socio Director de Inversiones Atlas Capital Gestión SGIIC SA.

donde el emisor compra una opción de venta al bonista que, en caso de producirse el evento mencionado, se ejerce. En este caso, el nominal del bono se transforma en capital a un determinado nivel de conversión.

Tras la crisis financiera iniciada en 2007, uno de los pilares de actuación de los supervisores es la mejora en los ratios de las entidades financieras. Por ello, en agosto de 2010 el Comité de Basilea publicó un documento consultivo denominado "*Proposal to ensure the loss absorber capacity of regulatory capital at the point of non-viability*", en el marco de las reformas introducidas para incrementar la fortaleza de los bancos. En su documento, el Comité propone, básicamente, que las financiaciones subordinadas y las acciones preferentes, con independencia de su cómputo como *tier 1* o *tier 2* (recursos propios complementarios), incluyan una cláusula en virtud de la cual se conviertan en acciones ordinarias (*common equity*) en el caso de que la autoridad relevante decida que dicha entidad ha dejado de ser viable o de que la entidad reciba una inyección de dinero público.

Con los *CoCos* se pretende obtener un resultado similar al que resultaría de un convenio de acreedores alcanzado en el marco de un concurso. Las diferencias fundamentales son que se trata de un convenio de alcance limitado (no obliga más que a unos pocos acreedores) y está pre-acordado (*pre-packaged recapitalisation*). La fe en estos bonos es tal, que algunas personas argumentan que de haberse llevado a cabo un rescate de este tipo (*bail-in*) con Lehman, esta entidad podría haber cerrado un viernes y abierto un lunes sin mayores problemas.

Al margen de que esto pueda parecer tremendamente optimista y de que los procedimientos concursales sean, por el momento, los únicos sistemas capaces de garantizar los derechos de los acreedores (y no siempre), cabe señalar dos inconvenientes concretos en la propuesta de Basilea. Estos son:

a) La indeterminación del tipo de conversión (el cociente de lo que recibe el bonista dividido por lo que entrega –a valores de mercado–), que puede ser 1 –donde pierden sólo los accionistas preexistentes– ó 0 –donde pierden todo los acreedores y nada los accionistas preexistentes, de suerte que estamos ante títulos que, en determinadas circunstancias, sería más propio llamar acciones subordinadas que deuda subordinada–.

b) La indeterminación del *trigger point*, ya que la decisión depende de la "autoridad relevante" y es, por lo tanto, subjetiva. Lo que significa, entre otras cosas, que no se adoptará con la misma rapidez en EE.UU. que en España. En el mejor de los casos, esta indeterminación no facilita

la valoración del bono, lo que puede menoscabar la base de inversores potenciales.

2. Clasificación de los bonos convertibles contingentes (*CoCos*)

Clasificaremos a los *CoCos* por la fijación de la estructura del precio de conversión, ya que supone el principal factor de valoración y riesgo de los mismos.

2.1. Fijación del precio de conversión en el momento de la conversión

Bajo esta aproximación, el precio de conversión no está definido al principio de la emisión y sólo será fijado cuando se produzca el evento que traiga como consecuencia la conversión. Si asumimos que dicho evento se producirá en un momento donde la cotización se sitúe en niveles mínimos históricos, muy probablemente la conversión se realizará en niveles de auténtico "*distress*". Estas valoraciones tan bajas no sólo reflejarán el miedo y la percepción negativa del mercado sino también la brutal dilución que los actuales accionistas sufrirán cuando se produzca la conversión.

Esta estructura es la más atractiva para los bonistas, ya que en el momento de la conversión estos pueden alcanzar un porcentaje elevado del capital de la entidad por efecto dilución en niveles de "*distress*". Esta modalidad de bonos choca directamente con la corriente de pensamiento de Basilea III en relación a los instrumentos de deuda subordinada, por la que las distintas estructuras de capital deben de participar en las posibles pérdidas de la entidad.

Para los accionistas de la entidad, esta modalidad es la más perjudicial llegado el momento de conversión. El perfil de rentabilidad-riesgo de bonos de estas características hará que los distintos estamentos directivos de la entidad sean muy cuidadosos para que no se produzca la conversión. Por todo ello, y gracias al distinto perfil para bonistas y accionistas, la prima con la que se debería de emitir estos bonos es mínima.

2.2. Fijación del precio de conversión en el momento de la emisión (precio contado)

En este apartado, incluimos aquellas emisiones donde el precio de conversión está definido en el momento de emisión de los bonos como un porcentaje del precio de contado de la acción de la entidad.

En este escenario, el perfil de rentabilidad-riesgo es radicalmente distinto al anterior. Si asumimos que la conversión se realiza en momentos difíciles para la entidad y que, por consiguiente, el precio de la acción estará normalmente en mínimos, es claro que esta estructura expone a los tenedores de los bonos a un significativo riesgo de mercado, mayor cuanto menor descuento sobre el precio de contado se haya establecido para el precio de conversión en el momento de la emisión.

Como hemos indicado con anterioridad, esta estructura es la más negativa para los bonistas, que aceptan un riesgo similar a los tenedores de acciones pero ejercen una influencia limitada en la estrategia corporativa, tanto antes como después de la conversión, ya que el porcentaje de capital emitido normalmente no supondrá un cambio drástico en la estructura accionarial de la entidad, al haberse emitido a precios bastante superiores al del momento de la conversión.

Dadas las características de esta estructura, estamos hablando de un bono con una opción prácticamente "at the money" lo que, dadas las habitualmente elevadas volatilidades implícitas de las entidades financieras y la larga duración de este tipo de emisiones, unos diez años, hará que el precio a pagar sea, para la gran mayoría de entidades financieras, prohibitivo.

2.3. Fijación variable del precio de conversión en función de distintos niveles de ejecución (*trigger variable levels*)

Asumiendo que las dos estructuras previas se sitúan en niveles extremos para las partes interesadas de los CoCos (bonistas y accionistas), lo que impedirá la emisión de estas estructuras, la fijación variable del precio de conversión supone un punto intermedio que divide los riesgos entre accionistas y bonistas, principal deseo, como hemos visto, de la nueva normativa reguladora implantada a nivel global y, en especial, en la regulación suiza.

Esta estructuración asume que existe una relación directa entre el nivel de solvencia de las entidades financieras y la cotización en cada momento de dicha entidad.

Hasta la fecha, las emisiones de CoCos que pueden servir de referente son tres:

1. La emisión de *Enhanced Capital Notes* (ECN) por importe de 9.000 millones de libras esterlinas en diciembre de 2009 que realizó Lloyds Banking Group. Lloyds canjeó, con el fin de completar su recapitalización y facilitar la salida del Gobierno británico del accionariado (cuya

entrada se produjo como consecuencia del *Government Asset Protection Scheme*), bonos convertibles en acciones por acciones preferentes y deuda subordinada perpetua. Éstas computaban como *tier 1* o *upper tier 2*.

Las ECN tienen un plazo de diez años y pagan intereses fijos no diferibles, por lo que computan como *Lower tier 2*, de forma similar a la deuda subordinada. No obstante, incluyen una cláusula en virtud de la cual, si el *core tier 1 ratio* (concepto distinto del más reciente *Common Equity tier 1*) cae por debajo del 5%, se produce su conversión en un número fijo de acciones ordinarias. Se trata, por lo tanto, de un "bono híbrido" cuya conversión en acciones ordinarias equivale, para las agencias de calificación (*rating*) a un incumplimiento.

2. Las *Senior Contingent Notes* (SCN) de Rabobank, diferentes de cualquiera de las modalidades citadas debido a que no se convierten en acciones si el *trigger point* se alcanza. En su lugar, se produce la quita de un 25% de su valor nominal y, a continuación, se reembolsa o amortiza el 75% restante. Esto supone la cancelación de un pasivo contra ingresos que, una vez descontado el efecto fiscal, engrosa los resultados y, por ende, el *tier 1*.

Conviene recordar que Rabobank es una institución calificada AAA y que, de acuerdo con lo dicho por uno de los cuatro bancos que trabajaron en el acuerdo, para alcanzar el punto de conversión en capital, los recursos propios de Rabobank tendrían que caer por debajo del 7% (unos 12.900 millones de euros desde 29.300 millones de euros). A pesar de lo remoto de esta posibilidad y de tratarse de uno de los bancos más solventes del mundo, a Rabobank el acuerdo no le resultó barato, teniendo que pagar un cupón anual del 6,875%. ¿Qué hubiera pasado si la entidad emisora no tuviese una calificación crediticia de AAA? Con seguridad sólo los bancos mejor valorados podrán emitir CoCos.

3. Por último, a mediados de febrero de 2011, Credit Suisse ha emitido 6.000 millones de francos suizos con el fin de resolver el 50% de los nuevos requerimientos de solvencia impuestos por la Actividad Suiza de Supervisión de los mercados de valores (FINMA). Los inversores (un grupo de Qatar y otro de Arabia Saudí) ya permitieron al banco suizo obtener 10.000 millones de francos suizos en octubre de 2008, cuando la crisis internacional arreciaba.

Es muy probable que los inversores en este tipo de productos sean los mismos que actualmente invierten en acciones preferentes o deuda subordinada (inversores mayoristas o, puntualmente, minoristas con pocos conocimientos de los riesgos asumidos). Queda por ver si con esa base de inversores, llegado el momento, la conversión se producirá.

Las agencias de calificación revisaron el funcionamiento de los híbridos durante la crisis y observaron que no siempre –más bien pocas veces– los bancos con pérdidas habían diferido el pago del cupón. En consecuencia, concluyeron que no habían funcionado según lo previsto y que los híbridos no tenían suficiente capacidad de absorción de pérdidas. Pero, si las pérdidas que absorbían estos títulos se limitaban al cupón de un año, ¿serán capaces los inversores que inviertan en *CoCos* de tolerar la pérdida de los cupones y de parte del principal de su inversión?

3. Valoración de los *CoCos*. Factores de sensibilidad del precio

Cualquier modelo básico de valoración de un determinado activo financiero debe ser presentado de tal manera que sea aplicable a las emisiones presentes en el mercado, con las distintas características que puedan poseer cada una de ellas, y que sea posible su utilización por todos y cada unos de los miembros del mercado. Además, deberá de cumplir los siguientes criterios:

1. Ser transparente en sus supuestos.
2. Usar datos objetivos con instrumentos cotizados.
3. Que los supuestos y datos utilizados puedan ser probados y evaluados para realizar análisis de sensibilidad.

No es objeto de este documento la modelización detallada de la valoración, sino poner sobre la mesa un proceso en base a datos objetivos presentes y disponibles por los miembros del mercado.

Si tenemos en cuenta la definición presentada de *CoCo* (bono emitido por una entidad financiera que, en el caso de que su *tier 1* caiga por debajo de un determinado nivel, *Solvency Trigger Level*, el bono se convierte en acciones ordinarias a un determinado nivel de conversión), podríamos inicialmente dividir el diferencial (*spread*) ó precio en los dos componentes básicos.

1. La parte que se convertirá en capital (*equity*), entendida como la proporción entre el precio de la acción y el precio de conversión definido en la materialización del evento.
2. La posible pérdida que sufrirá el bonista, entendida como la diferencia entre el precio de conversión y el precio de cotización en el momento de conversión.

Para la obtención del *spread* de cada una de estas partes, el modelo seguirá los siguientes pasos:

1. Calcular las probabilidades de impago o default: Usando los *spread* de los CDS negociados en los mercados para estas entidades podemos sacar u obtener la probabilidad implícita de impago (*default*).

2. Calcular la distribución del precio de la acción: En este caso combinamos la probabilidad implícita de impago con un modelo de opciones. Asumimos una distribución log-normal donde la volatilidad implícita de las opciones nos dictará la forma de la distribución.

3. Calcularemos el precio de una opción digital de esa acción en el caso de producirse el evento: usando la distribución calculada con anterioridad estimaremos el coste de la opción que pague cuando el precio de la acción toque un determinado nivel, que sería equivalente a que se produjera el evento de conversión (o “*conversión trigger*”).

4. Convertir el anterior precio de la opción en un contrato de duración determinada. Para ello, igualmente tendremos en cuenta de nuevo los CDS de la entidad para la fijación definitiva de los *spread* aplicables, tanto en el momento de emisión como en cualquier momento de vida del bono.

Aunque no menos importante, tenemos que tener en cuenta dos factores claves que determinaran el *spread* final:

1. La tasa libre de riesgo.
2. La prima de iliquidez, que dependerá de la liquidez de las emisiones de la entidad y de los CDS de la misma.

Por último, y derivado del punto anterior, sería interesante analizar qué factores influyen de manera importante en la fijación de los precios de los diferenciales de los *CoCos*:

1. Los *spread* de los CDS senior son el factor más importante en la fijación de los diferenciales de los *CoCos*. A mayor CDS, mayor *spread* del *CoCo*. Esto tiene todo el sentido del mundo, ya que mayores niveles de CDS sugieren mayor probabilidad de quiebra o *default*, lo que lleva a mayor volatilidad en la acción y posibilidad de que se produzca la contingencia de conversión.

2. Cuanto más bajo sea el *Solvency Trigger Level*, más bajo será el *spread*, ya que la conversión es menos probable. También es importante destacar que, una vez producida la conversión, ésta es mayor cuando más bajo sea el nivel de activación de la contingencia.

3. Precios más altos de las acciones resultan normalmente en menores *spread* de los *CoCos*. Como hemos

visto, a medida que el precio de las acciones sube la probabilidad que se produzca la contingencia de conversión decrece, ya que la acción reflejará mejores expectativas para la entidad y, consecuentemente, menores probabilidades de ejecución del evento de conversión. En relación con el apartado 1, podemos decir que mayores CDS reflejan menores precios en las acciones y viceversa.

4. Mayores precios de conversión llevan a mayores pérdidas en caso de contingencia y consiguientemente mayores *spreads*. Si el precio de conversión es igual al precio de cotización en el momento de la contingencia, la pérdida es mínima en términos de nominal, asumiendo que cuando se produce la contingencia la cotización de la acción se encuentra en valores mínimos por las malas expectativas de la entidad.

Como conclusión, podemos afirmar que nos encontramos ante una modalidad de bonos con una cierta complejidad en su definición, estructuración y valoración que hace que, hasta la fecha, el volumen total emitido sea mínimo en comparación con el resto de emisiones de deuda *senior* y subordinada. Es por ello, por lo que la base principal de inversores en este tipo de activo sean cualificados (fondos soberanos, inversores institucionales...), que en muchos casos son ya accionistas de referencia de las entidades financieras.

Esta tendencia es probable que cambie, como hemos visto, por la nueva corriente de pensamiento en los grandes organismos de supervisión bancaria en relación a las estructuras de capital de las entidades financieras.