

Relevancia y características del *burden-sharing* en la recapitalización de la banca española

Daniel Manzano*

El proceso de *burden-sharing* que se está llevando a cabo para la recapitalización del sistema bancario español según el *Memorandum of Understanding* (MoU) firmado con la UE es singular y de una magnitud no conocida en Europa. El objetivo de este ejercicio es reducir el coste final para los contribuyentes de la reestructuración bancaria y tendrá un impacto notable sobre los tenedores de los instrumentos híbridos de deuda y capital (subordinadas y participaciones preferentes).

Uno de los principales compromisos asumidos por España tras la firma del MoU con la UE para ayudar al sector financiero era llevar a cabo un ejercicio de *burden-sharing*, por el que, además de los accionistas, todos los tenedores de deuda subordinada deberían absorber parcialmente las pérdidas afloradas. Según las últimas estimaciones, esto aportará casi 13.000 millones de euros, una cuarta parte de las necesidades de capital que fueron detectadas en el ejercicio de estrés realizado al amparo del MoU. El impacto final de estas medidas para los tenedores de títulos será probablemente aún mayor que los recortes anunciados sobre los nominales de la deuda subordinada, debido a los mecanismos de canje establecidos para recapitalizar a las instituciones y los niveles de precios que definirán previamente las acciones de los bancos que cotizan o vayan a cotizar.

Introducción

La hoja de ruta del proceso de reestructuración y recapitalización de la banca española definida en el *Memorandum of Understanding* (MoU), que firmaron las autoridades españolas para el acceso a las ayudas europeas, se está cumpliendo con razonable puntualidad. Así lo han puesto de manifiesto sendos informes de seguimiento del proceso publicados recientemente por la [Comisión Europea](#) y por el [Fondo Monetario Internacional](#).

Entre los compromisos asumidos en el MoU estaba la puesta en marcha del denominado ejercicio de *burden-sharing*. Se entiende como tal el que (además de los accionistas) todos los tenedores de deuda subordinada que emitieron los bancos que ahora requieren ayudas deberían absorber parcialmente las pérdidas afloradas por estas entidades y contribuir a su recapitalización. Estarían obligados a compartir una parte de la carga de dicha recapitalización, con el fin de minimizar el coste para los contribuyentes derivado de

* Socio-Director General de AFI.

la aportación de fondos públicos. A tal efecto, se modificó la legislación aplicable con el fin de hacer particularmente coercitivo para los tenedores de estos títulos el citado ejercicio de *burden-sharing* que, por otra parte, ha empezado a ser acometido por las entidades afectadas en las últimas semanas. En concreto, se están llevando a cabo de acuerdo con la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito, que dio forma legal a algunos compromisos del MoU.

La absorción de pérdidas se reparte entre el capital y los inversores en híbridos (instrumentos subordinados) sin seguir fielmente el orden de prelación de acreedores, en el que, por ejemplo, los recursos de los preferentistas hubieran tenido que agotarse antes de que los tenedores de deuda subordinada asumiesen pérdidas. No obstante, los antiguos accionistas sí las absorben previamente con toda su inversión, salvo en algunos casos (entidades cotizadas) en los que mantienen su presencia con importes simbólicos por motivaciones técnicas.

El objeto del presente artículo es realizar un análisis de las acciones que se están llevando a cabo en el marco establecido por el MoU para aquellas entidades que han percibido ayudas públicas (los denominados Grupos 1 y 2). En primer lugar evaluaremos la relevancia de las mismas en el proceso de recapitalización de las entidades españolas. Posteriormente revisaremos las características de los canjes obligatorios que van a llevarse a cabo en las entidades del Grupo 1, así como la única oferta de canje voluntario que se ha puesto en marcha hasta el momento (Liberbank) complementado con un posterior canje coercitivo. Finalmente, recogemos las principales conclusiones.

El papel del *burden-sharing* en la recapitalización bancaria española

En las últimas semanas, tanto el Ministerio de Economía y Competitividad, como el FROB, han

publicado más información sobre las condiciones de los canjes de instrumentos híbridos –participaciones preferentes y deuda subordinada– que obligatoriamente deben llevar a cabo las entidades que han percibido ayudas públicas. En el momento de escribir estas líneas, incluso algunos de dichos canjes ya se han llevado a cabo (Banco de Valencia y Liberbank), mientras que otros están en proceso.

El procedimiento básico consiste en aplicar un recorte sobre el nominal de los títulos subordinados, de mayor o menor cuantía según sus características y naturaleza, al tiempo que se obliga a los tenedores a canjear el importe correspondiente por instrumentos de capital¹, típicamente acciones de la entidad, pero también en algunos casos obligaciones convertibles en acciones. Como ya se ha señalado, el objetivo de estas recompras obligatorias y su posterior canje por los nuevos instrumentos es lograr que los tenedores asuman parte de las pérdidas de las entidades, minimizando la factura para el contribuyente.

El FROB ha establecido canjes obligatorios (acción coercitiva) en las entidades del Grupo 1 –Bankia, Novagalicia Banco, Catalunya Banc y Banco de Valencia– y en CEISS. En el resto de entidades del Grupo 2 –Liberbank, BMN y Caja3– aunque se preveía la posibilidad de que se llevase a cabo una gestión mediante canjes voluntarios en condiciones menos gravosas para los inversores o con más alternativas que las que prevé el canje obligatorio, solo Liberbank ha utilizado finalmente esta alternativa. En todo caso ha debido complementarla con una acción coercitiva sobre aquellos tenedores que no acudieron al canje voluntario.

Cabría preguntarse en primer lugar sobre la relevancia de estas denominadas *acciones de gestión de híbridos* en el proceso de recapitalización. En este sentido, se estima que la aportación de nuevo capital para las entidades afectadas que se derivará de estas acciones alcanzará la nada despreciable cifra de casi 13.000 millones de euros; más de un 1% del PIB español y una

¹ Salvo en aquellos que no son perpetuos, en los que los tenedores podrán optar por depósitos o bonos senior de las entidades al mismo vencimiento que el título subordinado.

Cuadro 1

Aumento esperado de capital por ejercicios de gestión de híbridos

(millones de euros)

	Millones euros	Necesidades estimadas de capital por Oliver Wyman	Aumento de capital por gestión de híbridos	Gestión de híbridos (%)
Grupo 1	BFA-Bankia	24.743	6.593	26,6
	Catalunya Banc	10.824	1.553	14,3
	Novagalicia Banco	7.175	2.027	28,3
	Banco de Valencia	3.462	426	12,3
		46.204	10.599	22,9
Grupo 2	BMN	2.208	182	8,2
	Liberbank	1.197	714	59,6
	CEISS	2.062	1.196	58,0
	Caja3	779	36	4,6
		6.246	2.128	34,1
Grupo 3	Banco Popular	3.223	0	0,0
	Ibercaja	225	0	0,0
		3.448		0,0
		TOTAL	55.898	12.727
				22,8

Fuentes: AFI, Spain: Financial Sector Reform: Second Progress Report, del FMI.

cuarta parte de las necesidades totales de capital que se estimaron para las mismas según se puede apreciar en el cuadro 1. Por consiguiente, este ejercicio, tanto por el tamaño como muy particularmente por sus características, ya que afecta no solo a inversores institucionales sino de forma incluso mayoritaria a inversores minoristas clientes de las entidades, no tiene parangón en Europa. Conviene reseñar, en todo caso, que en el proceso de recapitalización que se está llevando a cabo ha sido necesaria la aportación como capital de otros casi 40.000 millones de fondos públicos, adicionales a los que ya se inyectaron en etapas anteriores, cifra que triplica la aportada por los tenedores de deuda subordinada y preferente.

Una segunda cuestión interesante está relacionada con el hecho de si hubiese sido posible reducir aún más la mencionada aportación de fondos públicos en el caso de haberse aplicado recortes superiores a los tenedores de los títulos antes

de su canje por instrumentos de capital. Nótese que la respuesta es negativa, si bien es cierto que habría tenido como resultado una mayor participación relativa del Estado en las entidades afectadas y, en consecuencia, una mayor participación en los beneficios futuros si las entidades volviesen a ser rentables.

Si bien cabría deducir que ello reduciría el coste neto que soportarían los contribuyentes por los apoyos públicos prestados, también se han valorado algunos efectos adversos. En particular, en contra de la conclusión anterior se ha argumentado el impacto comercial adverso en la clientela de mayores recortes, dada la doble condición de depositante/cliente, además de inversor minorista, de un número significativo de afectados. Esto podría minorar la capacidad de generación de rentabilidad futura de la entidad y, por ende, podría impedir a la postre la reducción del coste neto para los contribuyentes de las ayudas de Estado.

En definitiva, en términos efectivos, y como recoge el propio informe del FMI, no está claro *a priori* el balance final para las arcas públicas de haber impuesto recortes de mayor calado. En cualquier caso, como se señalará en los siguientes epígrafes los recortes efectivos van a ser, en general, muy sustanciales².

Canjes obligatorios

De acuerdo con los planes de reestructuración presentados por las entidades aprobados por la Comisión Europea, y con las acciones que ya se han formalizado, la metodología estándar para el cálculo de los recortes a aplicar sobre los instrumentos híbridos es la siguiente:

- Cálculo del Valor Actual Neto (VAN) de los mismos descontando sus flujos de caja con factores de descuento que van desde el 10% al 20% dependiendo del instrumento y asumiendo que no habrá pago de cupón en los títulos correspondientes según las condiciones específicas de cada emisión (p.e. en las preferentes, en aquellos ejercicios en los que sea previsible que la entidad no obtenga beneficio).
- El VAN podría incrementarse por una prima adicional de hasta el 30% para aquellos instrumentos en los que la conversión sea por acciones.
- En cualquier caso, operaría una restricción global que no permite que la tasa de conversión en acciones u otro instrumento de capital supere el 90% del valor nominal.
- Para el caso específico de la deuda subordinada con vencimiento, los tenedores pueden elegir entre el canje por: i) bonos o depósitos con el mismo vencimiento con un descuento sobre el nominal del 1,5% por mes desde el 1 de diciembre de 2012 hasta la fecha de

vencimiento de la emisión y; ii) acciones por el mayor valor de conversión resultante entre la metodología explicada en el punto i) y la metodología utilizada para las participaciones preferentes y deuda subordinada perpetua.

El FROB ha dado a conocer los recortes medios sobre el valor nominal que impondrá en estos canjes obligatorios de las entidades del Grupo 1 aplicando la metodología descrita. En media serán del 28%, alcanzando en el caso de las preferentes el 42% y en las subordinadas perpetuas el 38%. No obstante, debe tenerse en cuenta que, en los canjes por acciones, el impacto adverso para el tenedor de instrumentos híbridos de dichos recortes puede potencialmente amplificarse. Tanto más en aquellos casos en los que la valoración económica de las entidades haya sido especialmente negativa al no haber sido suficiente la absorción de costes o pérdidas por los accionistas originales mediante una reducción de capital de la entidad. La inyección de capital procedente tanto del canje de híbridos en los términos señalados, como de la propia aportación del FROB, deberán absorber en la práctica dicho valor económico negativo (no cubierto por los accionistas originales), con el presumible efecto final en el precio de la acción si esta cotiza. A continuación analizamos cada uno de los casos:

- En el caso de Bankia, en el que su valoración económica asciende a -4.148 millones de euros, además de los recortes anunciados sobre el valor nominal de las participaciones preferentes y deuda subordinada que asuman los inversores en las recompras, las acciones procedentes del canje deberán absorber la valoración económica negativa (no cubierta por la reducción de capital que afecta a los accionistas originales) de manera proporcional a su participación en la entidad recapitalizada, a través de una prima de emisión.

Se han previsto dos ampliaciones de capital: una primera que será suscrita prácticamente en su totalidad por el FROB por

² Dejo al margen de estas reflexiones el resultado final de las reclamaciones de aquellos tenedores minoristas afectados por malas *praxis* de venta de los instrumentos híbridos en los procesos de arbitraje y judiciales que se han abierto.

Cuadro 2

Recompra y canje por acciones de participaciones preferentes y deuda subordinada: Bankia*
(millones de euros)

Millones euros	Preferentes	Subordinadas perpetua	Subordinadas con vencimiento	Total	Inyección FROB
Saldos pre recortes	3.246	394	3.271	3.271	
Recorte medio (%)	38	36	13	26	
Saldos post-recortes nominales	2.013	252	2.846	5.110	10.700
Valoración económica	-4.148				
Valoración acciones recibidas tras absorción de pérdidas	1.485	186	2.099	3.770	7.893
Recorte efectivo (%)	54	53	36	45	

* Supuesto que la totalidad de subordinadas con vencimiento se canjea por acciones. En realidad, el FROB estima inicialmente un canje por acciones de 4.840 millones de euros y no de los 5.110 millones de euros que aparecen en el cuadro.

Fuentes: AFI, FROB, planes de reestructuración de la entidad.

importe de 10.700 millones de euros y una segunda para dar entrada en el capital a los tenedores de instrumentos híbridos por 4.840 millones de euros, ambas al precio de 1 euro de nominal por acción, al que se agregaría una prima de emisión para cubrir el valor negativo. De esta manera, y asumiendo que la acción acabase cotizando en torno a este valor nominal de 1 euro, que haría coincidir el nominal total con la valoración teórica de la entidad realizada por el FROB, los impactos efectivos en las partici-

paciones preferentes podrían llegar al 54%, 53% en el caso de la deuda subordinada perpetua y al 36% en las subordinadas con vencimiento. Lógicamente una cotización inferior a dicha referencia (en el momento de escribir este artículo su cotización se sitúa en torno a 0,65 euros/acción) se traduciría en una pérdida efectiva superior a dichos porcentajes.

– Con un análisis similar en los casos de Novagalicia Banco y Catalunya Caixa, las pérdi-

Cuadro 3

Recompra y canje por acciones de participaciones preferentes y deuda subordinada: Novagalicia Banco*
(millones de euros)

Millones euros	Preferentes	Subordinadas con vencimiento	Subordinadas con vencimiento	Total	Inyección FROB
Saldos pre recortes	1.174	211	992	2.377	
Recorte medio (%)	43	41	22	34	
Saldos post-recortes nominales	669	124	774	1.568	5.425
Valoración económica	-3.091				
Valoración acciones recibidas tras absorción de pérdidas	374	69	432	875	3.027
Recorte efectivo (%)	68	67	56	63	

* Asumiendo que la totalidad de subordinadas con vencimiento se canjea por acciones.

Fuentes: AFI, FROB, planes de reestructuración de la entidad.

Cuadro 4

Recompra y canje por acciones de participaciones preferentes y deuda subordinada: Catalunya Caixa*
(millones de euros)

Millones euros	Preferentes	Subordinadas perpetua	Subordinadas con vencimiento	Total	Inyección FROB
Saldos pre recortes	510	102	1.327	1.939	
Recorte medio (%)	61	40	15	28	
Saldos post-recortes nominales	199	61	1.128	1.388	9.080
Valoración económica	-6.674				
Valoración acciones recibidas tras absorción de pérdidas	72	22	409	503	3.291
Saldos pre recortes (%)	86	78	69	74	

* Asumiendo que la totalidad de subordinadas con vencimiento se canjea por acciones.

Fuentes: AFI, FROB, planes de reestructuración de la entidad.

das para los tenedores de híbridos también serían superiores a los porcentajes sobre nominales publicados.

A diferencia del resto de entidades del Grupo 1, las acciones de gestión de híbridos y deuda subordinada llevadas a cabo en Banco de Valencia supusieron recortes sustancialmente más elevados (85% en las obligaciones subordinadas y 90% en las participaciones preferentes) a cambio de bonos necesariamente convertibles (CoCos) o acciones ordinarias, dependiendo del perfil minorista o cualificado, respectivamente. Estos recortes, sustancialmente superiores a los anteriores, se justificaron por:

- Las singularidades del caso.
- La búsqueda de un reparto adecuado de los costes de resolución.
- Minimización de las ayudas públicas.

Canjes voluntarios

Liberbank ha sido la primera y única entidad hasta la fecha, dentro de las pertenecientes al Grupo 2 que, en el marco de la política fijada de gestión de híbridos, ha realizado una oferta de este tipo. En este caso, los inversores han disfrutado

primero de la opción de canjear sus participaciones preferentes y deuda subordinada, bien por nuevas acciones o bien por un porcentaje de nuevas acciones (entre el 20-30% según la emisión) y la parte restante por distintas emisiones de CoCos (entre un 70-80%). Los inversores institucionales solo tenían la posibilidad de canje por nuevas acciones.

Los recortes medios sobre el nominal aplicados por Liberbank en esta oferta voluntaria de gestión de híbridos han estado entre el 7% y el 10%, según la opción escogida por los inversores. Esta oferta alcanzó un nivel de aceptación del 87,3% (inferior al 90% que el FROB establecía como nivel mínimo) por lo que el FROB impuso un ejercicio obligatorio de asunción de pérdidas para el 12,7% restante, en condiciones más gravosas para los inversores. En este caso los recortes oscilaron entre el 10% y el 54% según el tipo de instrumento y la modalidad de canje a escoger y de acuerdo a la metodología descrita anteriormente.

A efectos de los canjes las acciones de Liberbank se valoraron a 1,11 euros/acción, conforme a la valoración que el FROB había realizado de Liberbank. Sin embargo, después de que comenzase a cotizar el pasado 16 de mayo, las acciones de la entidad se han situado en niveles cercanos a 0,50 euros, por lo que las pérdidas efectivas serían significativamente superiores a las antes comentadas.

das. No obstante, conviene señalar que, en este caso, las tres cajas de ahorros accionistas de la entidad (lógicamente no Liberbank) han arbitrado un mecanismo, con cargo a su propio patrimonio, para compensar a los tenedores minoristas clientes en el caso de que la acción cotice en el horizonte de dos años por debajo de la referencia utilizada para el canje.

En conclusión, aún siendo ya significativos los recortes teóricos que se aplicarán a dichos instrumentos antes de su canje por acciones u otros instrumentos de capital, el impacto final sobre los tenedores será preumiblemente muy superior, como consecuencia de los mecanismos diseñados para proceder a la recapitalización de las entidades (especialmente en aquellas entidades con valoración económica negativa). De hecho, globalmente y en términos efectivos, las pérdidas que soportarán los tenedores de híbridos probable-

mente acaben por superar el 50% de la inversión que realizaron. En buena medida dependerá de los niveles de precio que definan finalmente las acciones de las entidades sujetas a ayudas que cotizan o vayan a cotizar: hay que tener en cuenta que muy previsiblemente tales precios serán referencia para la fijación del de las no cotizadas, para las que está previsto que el FGD sea un proveedor de liquidez³.

Referencias

- COMISIÓN EUROPEA (2013), "Financial Assistance Programme for the recapitalisation of Financial Institutions in Spain: Update on Spain's compliance with the Programme-Winter 2013", *Occasional Papers* 126, enero.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013), *Spain: Financial Second Progress Report*, marzo.

³ Medidas contempladas en el Real Decreto-Ley 6/2013.