

CoCos frente a capital en la banca española y europea

Ángel Berges, Alfonso Pelayo y Javier Pino*

Los bonos convertibles contingentes (CoCos) se han convertido en uno de los instrumentos más populares para la recapitalización en el sector bancario europeo. Solo en España, los 22.000 millones de euros emitidos en los últimos cinco años, entre 2014 y 2018, representan alrededor del 60% de los esfuerzos en la recapitalización de los bancos españoles. Desde la perspectiva bancaria, los CoCos son un instrumento de financiación atractivo por estar considerado capital de casi máxima calidad (AT1). Y para los inversores, su atractivo viene impulsado por el hecho de que han superado sustancialmente la rentabilidad de las acciones ordinarias de los emisores. Sin embargo, los CoCos adolecen de una naturaleza claramente dicotómica, debido a las dos opciones financieras que albergan –cancelación anticipada y conversión en acciones– y que son asumidas por el inversor. En condiciones normales, generan retornos atractivos, pero en caso de recapitalización los compradores de CoCos pueden perder toda su inversión. Este artículo realiza un análisis en torno a las principales variables financieras que pueden influir en el comportamiento de estos bonos, para tratar de llegar a una mejor comprensión de su funcionamiento, sus riesgos y su potencial como capital para el emisor y como inversión para el comprador.

Los CoCos en la recapitalización bancaria en Europa y España

En un contexto de necesidad de reforzar los recursos propios en la banca europea tras la crisis, los bonos convertibles contingentes (popularmente conocidos como CoCos) se han erigido en uno de los principales instrumentos para la recapitalización de la banca a nivel europeo, y especialmente en España, donde las entidades están siendo de

las más activas a la hora de emitir esta clase de instrumentos.

El principal motivo es la consideración regulatoria de dichos instrumentos como capital de casi máxima calidad (*Additional Tier 1, AT1*), debido a que su emisión es a perpetuidad, y pueden ser convertidos en capital en caso de que el capital de máxima calidad (*CET1*) descienda por debajo de un nivel predeterminado (*trigger*). Ello otorga a

* Afi - Analistas Financieros Internacionales.

los CoCos una total capacidad de absorción de pérdidas, condición necesaria para ser considerados como recursos propios de máxima categoría.

Las entidades financieras comenzaron a lanzar al mercado este tipo de emisiones a partir de 2013, tras la publicación del Reglamento de la Unión Europea 575/2013 (CRR), y de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD), con la intención de reforzar sus niveles de capital regulatorio.

Hasta el primer trimestre de 2019, los 104.000 millones de euros en CoCos emitidos en la eurozona han supuesto más del 30% de la recapitalización bancaria. En el caso español, el porcentaje es todavía mayor: en torno al 60% sobre el reforzamiento de recursos propios de la banca.

Desde ese momento, los CoCos han resultado ser uno de los principales instrumentos utilizados por las entidades en su recapitalización. En el caso de la eurozona, hasta el primer trimestre de 2019, las emisiones de CoCos (AT1), por un importe de 104.000 millones, han representado cerca del 30%, porcentaje que supera el 50% si se considera tam-

bién a otros instrumentos subordinados (*Tier 2*). En el caso español, los 22.000 millones de euros emitidos en los últimos cinco años, de 2014 a 2018, representan un porcentaje todavía mayor –en torno al 60%– sobre el reforzamiento de recursos propios de la banca española (gráficos 1 y 2).

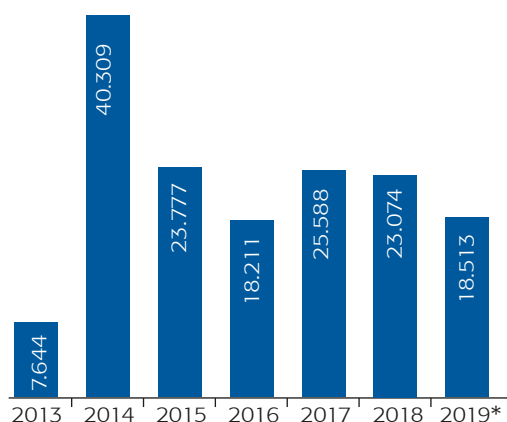
Es de destacar, sin embargo, que durante 2019, y si lo comparamos con los años anteriores, los CoCos han perdido cierto protagonismo entre las emisiones de las entidades españolas, principalmente por el hecho de que estas ya se encuentran cerca de alcanzar los requisitos regulatorios. A pesar de ello, dada la relevancia de los CoCos en el reforzamiento de capital de la banca española y europea, así como en términos de nuevo activo de inversión complementario a las acciones bancarias, analizamos las principales características diferenciales de ambos tipos de instrumentos, así como su comportamiento relativo desde la perspectiva del inversor.

Naturaleza financiera del CoCo: la asimetría en su máxima expresión

Para acotar la naturaleza financiera del CoCo, y muy especialmente en términos diferenciales frente

Gráfico 1

CoCos emitidos por las principales entidades europeas
(Volumen en millones de euros)

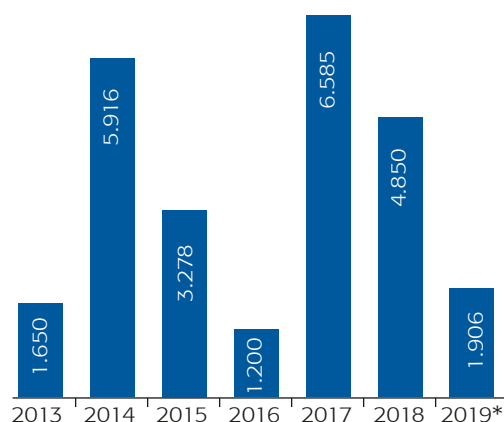


Nota: (*) último dato disponible 3º trimestre de 2019.

Fuente: Reuters, Afi.

Gráfico 2

CoCos emitidos por las principales entidades españolas
(Volumen en millones de euros)



Nota: (*) último dato disponible 3º trimestre de 2019.

Fuente: Reuters, Afi.

a la acción, cabe considerar que el mismo equivale, desde la perspectiva del inversor, a un bono sin vencimiento que paga un cupón muy elevado, a cambio del cual el inversor cede a la entidad emisora dos opciones de naturaleza muy diferente.

La primera opción que el inversor otorga a la entidad emisora es la de cancelar anticipadamente (opción *call*) el bono, generalmente a su valor nominal, y en cualquiera de las ventanas anuales que se abren a partir del quinto años tras la emisión. El ejercicio, o no, de esta *call* por parte del emisor dependerá de las condiciones de mercado, ya que únicamente será realizada en caso de que la entidad sea capaz de colocar una nueva emisión en mejores condiciones que las que tenía el CoCo anterior. Esta opción implica para el inversor un riesgo de mercado, que incorpora tanto factores genéricos (nivel de tipos, sentimiento de mercado, etc.) como específicos de la entidad emisora (primas de riesgo).

En circunstancias normales, los CoCos pueden generar un rendimiento considerable (6% o 7%), pero durante un periodo de tiempo incierto, por la presencia de la call o por incurrir en limitación al pago de cupones.

La segunda opción que el inversor otorga a la entidad emisora es la de convertir el bono en acciones en un escenario en el que los recursos propios de primera categoría (*CET1*) desciendan por debajo de un cierto nivel crítico (*trigger*) que pueda abocar a la entidad a un escenario de resolución. Esa segunda opción ("*put* comprada" por el emisor) incorpora para el inversor un claro "riesgo de cola" (*tail risk*), con reducidas probabilidades de materialización, pero con muy adversas implicaciones, pues en tal evento, el tenedor del CoCo probablemente perdería toda su inversión.

La consideración de ambas opciones (y muy especialmente la segunda) conjuntamente con el componente "cupón elevado" del bono, otorga al CoCo una naturaleza extraordinariamente asimétrica en cuanto a sus escenarios de rentabilidad para el inversor. En condiciones normales generará una ren-

tabilidad muy elevada (en torno a 6% o 7%), pero durante un periodo de tiempo que es incierto, tanto por la presencia de la *call*, que permite al emisor su cancelación anticipada, como por la posibilidad de incurrir en limitación al pago de cupones (el denominado *maximun distributable amount* o *MDA*).

Y sobre todo incorpora un riesgo residual de un escenario en el que se pierde prácticamente toda la inversión, en el evento de *trigger* de conversión en resolución. Ese riesgo residual tiene una naturaleza específica, asociada a la entidad emisora, y concretamente a la cercanía de la misma al evento de activación del *trigger* de conversión.

Ese carácter tan asimétrico (elevado cupón en condiciones normales y pérdida casi total en las condiciones más adversas) unido a la complejidad inherente a las opciones que lo determinan, es lo que otorga a los CoCos la consideración de producto complejo, no apropiado para inversores particulares.

Historial de *performance*: CoCos frente a acciones ordinarias

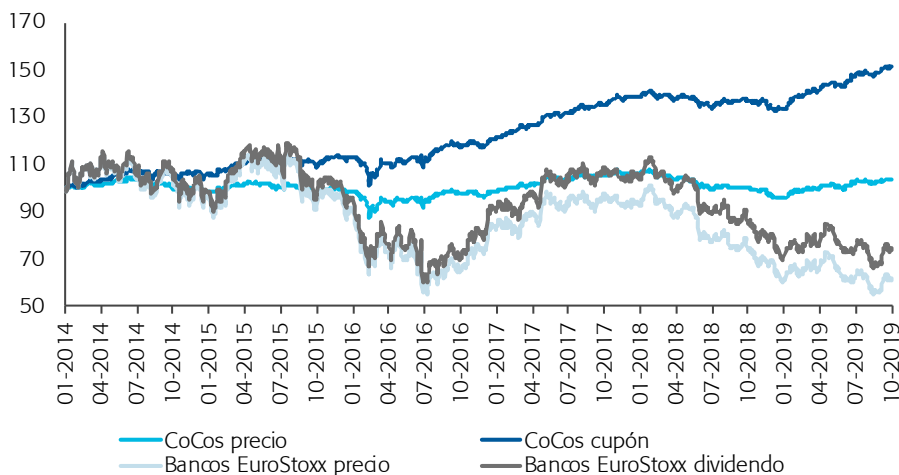
El relevante papel que los CoCos han asumido en la recapitalización de la banca europea y española en los cinco últimos años, ha hecho que se hayan erigido en una clara alternativa a las acciones ordinarias, tanto desde la perspectiva de las entidades emisoras, como desde la de los inversores institucionales, los únicos para los que la inversión en CoCos es apropiada. Es esa relevancia la que nos lleva a analizar la *performance* comparada de unos y otros instrumentos de capital en diferentes entornos de mercado.

El gráfico 3 ilustra dicha *performance* desde el inicio de 2014 (cuando los CoCos comienzan a emitirse de forma generalizada), analizando por separado el componente precio y el componente cupón (en el CoCo) o dividendo (en las acciones ordinarias). Complementariamente al mismo, el gráfico 4 ilustra la evolución de la volatilidad del precio de uno y otro instrumento en el mismo periodo temporal.

Puede comprobarse cómo la evolución del índice de precio del CoCo guarda una cierta correlación

Gráfico 3

Evolución *total return* y *price return*: índice de CoCos europeos vs. sector bancos EuroStoxx



Fuentes: ICE, Bloomberg, Afi.

(0,5) con la de la acción, si bien con una volatilidad muy inferior, aproximadamente la cuarta parte. Eso hace que, en momentos de mercado alcista, la acción suba mucho más que el CoCo, pero en momentos de mercado bajista el CoCo registra descensos muy inferiores a los de la acción. En conjunto, para la totalidad del periodo analizado, en el que han dominado las fases bajistas, el índice del precio de las acciones ha descendido un 40%, mientras que el de los CoCos registra una revalorización positiva del 3,5%.

Si se compara la performance que han tenido los CoCos frente a la de las acciones durante los últimos cinco años, teniendo en cuenta los rendimientos, es decir, cupones y dividendos, la revalorización de los CoCos ha estado en torno al 50%, mientras que las acciones han perdido el 25% de su valor.

Pero donde realmente emerge la diferencia de *performance* a favor de los CoCos es cuando se incorpora el componente cupón/dividendo, que en el gráfico identificamos como *total return*. En el caso de las acciones el componente dividendo apenas aporta 10 puntos porcentuales a la rentabilidad acu-

mulada en el periodo de cinco años analizado, mientras que en el caso de los CoCos el cupón aporta casi 50 puntos porcentuales. En términos de *total return*, por tanto, la *performance* del índice de CoCo de los bancos europeos ha sido, durante el horizonte de los cinco últimos años, mucho mejor que la del índice de las acciones (+50% frente a -25%), pues en momentos adversos han amortiguado el efecto de caída en precio, al tiempo que iban devengando de forma recurrente un elevado cupón.

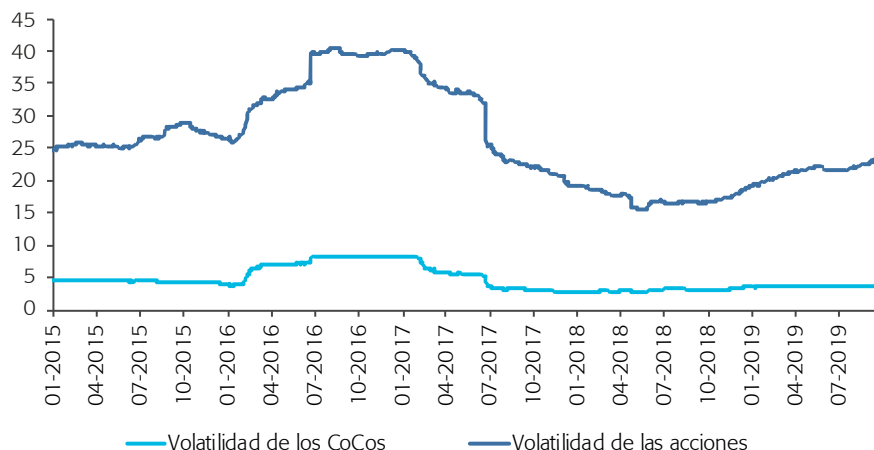
Dada la importancia de ese cupón en el atractivo de los CoCos para los inversores, realizamos un análisis transversal, entre una amplia muestra de bancos europeos (y entre ellos españoles), tratando de encontrar factores explicativos del diferente cupón que el mercado exige a unos u otros emisores. Como hemos explicado con anterioridad, el elevado cupón del CoCo se devenga en retorno por el riesgo que asume el inversor al otorgar al emisor las dos opciones mencionadas, rescate anticipado y, sobre todo, conversión en acciones en el evento de resolución. En tal caso, el cupón a pagar por unas y otras entidades debería guardar relación con la distancia relativa a la resolución.

Aunque tal distancia a la resolución no es observable, hemos utilizado tres variables alternativas que

Gráfico 4

Volatilidad de las acciones del sector bancario europeo y volatilidad de los CoCos

(En porcentaje)



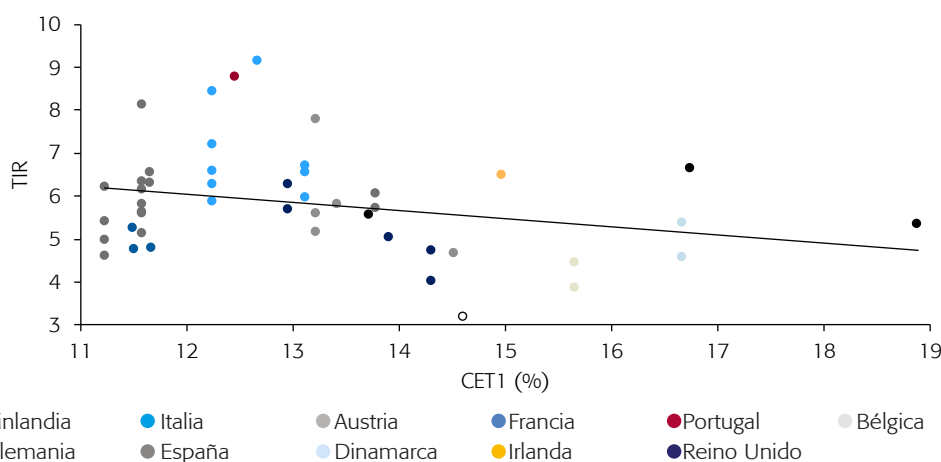
Fuentes: ICE, Bloomberg, Afi.

podrían indicar, de manera aproximada, una mayor o menor distancia a dicho evento y, por tanto, ser susceptibles de explicar la diferencia de cupón en los CoCos actualmente emitidos por los bancos europeos.

La primera, y más lógica, variable a utilizar es el nivel de solvencia de primera categoría (*CET1*), dado

que es precisamente su insuficiencia, o caída por debajo de un nivel mínimo, la que activa el *trigger* y, en su caso, la resolución. El gráfico 5 ilustra cómo el cupón efectivo (cupón nominal, ajustado por el precio de mercado) de los diferentes CoCos emitidos guarda una relación inversa, con la ratio *CET1* del banco emisor, de tal manera que los bancos con menor nivel de *CET1* se ven obligados a pagar un

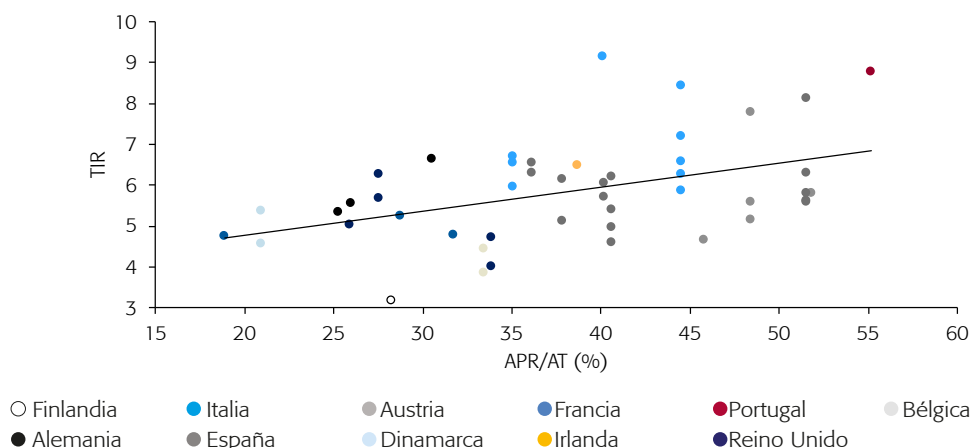
Gráfico 5

TIR CoCo vs. CET1

Fuente: Reuters, Afi.

Gráfico 6

TIR CoCo vs. Activos ponderados por riesgo/Activo total



Fuente: Reuters, Afi.

mayor cupón por sus CoCos. En todo caso, esa relación tiene muy reducido poder explicativo, por lo que probamos con otras variables explicativas.

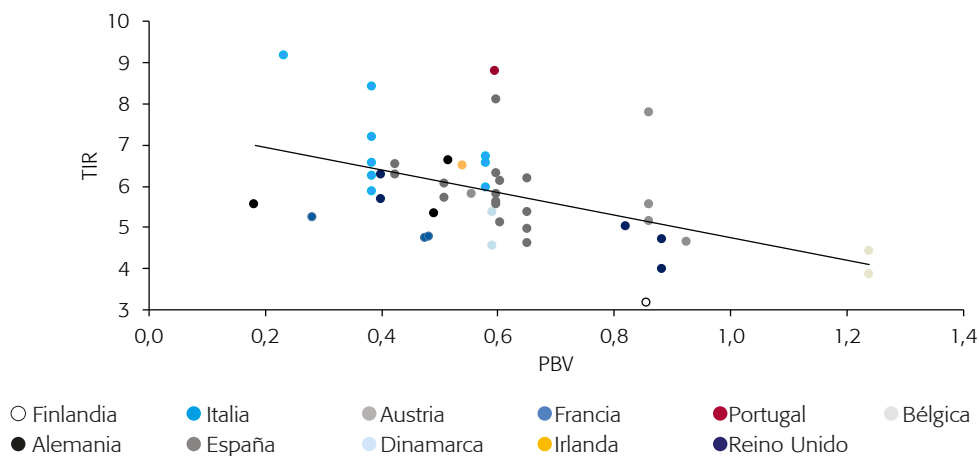
a los CoCos guarda una relación positiva y altamente significativa con esa densidad de activos.

La segunda de ellas se refiere a la densidad de riesgos del banco emisor, entendida como la ratio entre activos ponderados por riesgo y activos totales (*APR/AT*). Como ilustra el gráfico 6, en la muestra de bancos europeos analizada, el cupón efectivo exigido

Por último, utilizamos como *proxy* para distancia a la resolución una variable de mercado, cuál es la ratio entre valor de mercado y valor en libros (*price to book value, PBV*) de cada uno de los bancos analizados. La racionalidad para utilizar dicha ratio reside en considerar que el mercado, al valorar los activos

Gráfico 7

TIR CoCo vs. Price to book value



Fuente: Reuters, Afi.

Cuadro 1

Regresión conjunta TIR CoCo frente a PBV y APR/AT

	<i>Coefficientes</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Constante	5,16	7,96	0,00
PBV	-2,94	-4,85	0,00
APR/AT	0,08	4,59	0,00
CET1	0,06	4,45	0,00
Coefficiente R ²	50		

Fuente: Afi, Reuters.

de un banco en relación al valor contable de los mismos, puede estar emitiendo una “señal” sobre el verdadero valor de esos activos, y por tanto, de una potencial insuficiencia de recursos propios en térmi-

En una amplia muestra de entidades europeas con CoCos emitidos, el cupón efectivo que cada una de ellas paga guarda una relación con diferentes parámetros indicativos de su “salud financiera”, como la solvencia de máxima calidad, el perfil de riesgo y la valoración relativa que el mercado realiza de sus acciones.

nos contables. El gráfico 7 ilustra la existencia de una clara y significativa relación negativa entre el cupón efectivo de los CoCos y la ratio *PBV*.

Finalmente, y a modo de ejercicio conjunto para explicar las diferencias entre los cupones efectivos de los CoCos emitidos por unos y otros bancos, llevamos a cabo una regresión múltiple con las tres variables utilizadas como *proxy* de distancia a la resolución. En dicho análisis desaparece la significación estadística de la variable *CET1*, mientras que aumenta la de las otras dos consideradas de forma conjunta, por lo que dejamos fuera de la regresión la variable *CET1*, logrando un poder explicativo del 48% de la variación de cupones efectivos entre entidades.

Conclusión

De los análisis anteriores se pone de manifiesto la gran relevancia de los CoCos tanto desde la pers-

pectiva de las entidades emisoras como de los inversores institucionales, únicos para los que dicho instrumento es apropiado.

Para los bancos europeos, y sobre todo españoles, los CoCos se han revelado como en el principal instrumento de reforzamiento de sus recursos propios desde que fueron reconocidos como capital de casi la máxima categoría.

Y desde la perspectiva inversora, la *performance* de los CoCos domina claramente a la de las acciones bancarias. Su volatilidad es claramente inferior (menos de la cuarta parte), lo que les permite alisar las oscilaciones de mercado de las acciones, al tiempo que el elevado cupón que los CoCos devengan de forma recurrente permite actuar como colchón (“autoseguro”) frente a escenarios extremos (resolución), en los que se puede llegar a perder toda la inversión. Es precisamente ese riesgo “de cola” el que aconseja canalizar la inversión en CoCos a través de vehículos (fondos) que incorporen una amplia diversificación entre un elevado número de entidades emisoras.

En todo caso, y sin menoscabo de esa conveniencia de diversificación, nuestros análisis ponen de manifiesto que, en una amplia muestra de entidades europeas con CoCos emitidos, el cupón efectivo que cada una de ellas paga guarda una relación con diferentes parámetros indicativos de su “salud financiera”, entre ellos la solvencia de máxima calidad (*CET1*), el perfil de riesgo (*APR/AT*), así como la valoración relativa que el mercado realiza de sus recursos propios (ratio *price to book*).