

VARIANZA

¿Quizás, en contra de lo que todo el mundo piensa, sería un buen momento para “llamar” un AT1?

Estamos en un momento de crisis de liquidez, no de solvencia. Pero claro, a los inversores les suena esta frase y la última vez no fue bien. Aunque el sector financiero de hoy se parece al de 2008 como un huevo a una castaña, el mercado sufre de estrés postraumático. Para superarlo, creemos que se tiene que hacer un esfuerzo adicional para evolucionar un mercado de AT1 que, no nos engañemos, ha quedado muy tocado tras la discutible actuación del regulador suizo (FINMA) y su banco central (SNB).

“In a crisis, don’t hide behind anything or anybody. They’re going to find you anyway”

– Bear Bryant–

Un poco de historia: tras la reunión del G20 en Washington en 2010, las instituciones concertaron que un 2008 y su descontrol no podía repetirse. Se comprometieron a establecer los mecanismos necesarios para prevenirlo. Para ello la regulación se basaría, entre otras cuestiones, sobre tres pilares:

1. Evitar que los contribuyentes paguen una crisis futura.
2. Implementar medidas de gestión de riesgos para evitar contagios.
3. Tratar a todos los inversores justamente y mantener el [“No creditor worse off principle”](#).

El chaparrón por la adquisición forzada de Credit Suisse, proviene precisamente de la sensación que tienen los mercados de que los reguladores suizos se han fumado un puro con los pilares 1 y 3. Tanto si su preocupación es fundada como si no, el mercado europeo de AT1 está entredicho. A los inversores les suena la música, y no les compensa distinguir entre la letra pequeña de prospectos y normas locales que en realidad muestran que esta situación no se podría haber producido bajo legislación europea.

(Si conoces cómo funciona el mercado de AT1 puedes pasar al párrafo siguiente).

Sin ánimo de ser muy exhaustivo, el mercado de AT1 nace por los requisitos de capital adicional y normas para que los bancos puedan “rescatarse a sí mismos” que establece [Basilea III](#) y que el regulador europeo modificó en 2013. Permite a las entidades financieras cumplir con los requisitos y en paralelo reduce su coste de capital. La regulación obliga a que estos instrumentos sean perpetuos dado que tienen que servir de capital de forma indefinida. El funcionamiento normal de este mercado es que el banco emite el bono perpetuo, con múltiples condiciones entre las que está la posibilidad de amortizarlo a los 5 o 10 años de la emisión a través de una *call* que siempre llevan adherida. Los inversores descuentan que lo normal es que esos bonos sean amortizados (“calleados”, “llamados” y todo tipo de palabros para

VARIANZA

decir que los cancelan a un precio atractivo para el inversor), y que el banco emita uno nuevo. Si no se amortizan (han existido algunos casos) el bono pasar a ser flotante. El banco emisor tiene que sopesar entre el coste de la emisión viva, la nueva, las condiciones de mercado y cuidar a un inversor que le financia un instrumento imprescindible para la entidad.

Como el mercado de AT1 está tocado tras los eventos del fin de semana, el mercado descuenta que ni un solo CoCo europeo será amortizado anticipadamente porque el mercado va a estar cerrado para nuevas emisiones o a un coste impagable: ningún banco se quiere retratar con una emisión de AT1 nueva que no consiga el interés de los inversores. Lo normal...

Pero, en contra de lo que todo el mundo piensa, creemos que es una oportunidad para que los bancos y el regulador den un paso al frente y atajen la crisis de un plumazo. Una oportunidad para que un banco sistémico alineado con el regulador fije un clausulado para los CoCos más claro que el anterior, donde se refleje de manera inequívoca, alineada con el [último comunicado de BCE, SRB y EBA](#), que en Europa existen unas reglas del juego que se cumplirán bajo cualquier circunstancia.

Desde nuestro punto de vista, estamos ante una oportunidad para darle una vuelta de tuerca al mercado de AT1 afianzándolo como el pilar de la estabilidad bancaria europea.

En este supuesto hipotético, el banco amortizaría el CoCo, algo que nadie espera, con las ganancias para los inversores que ello conllevaría, y en contraprestación

emitirían un CoCo nuevo, renovado y con mejor clausulado, que ofrezca tranquilidad adicional a los inversores institucionales.

Entendemos que esta solución sería buena para todas las partes:

El regulador reactivaría y asentaría un mercado de AT1 imprescindible para el correcto funcionamiento de los bancos y los mercados.

El banco emisor mostraría fortaleza de balance, y conseguiría estabilizar y tranquilizar al mercado institucional. Consegiría reducir el coste de capital y el sinsentido actual de tener mayor incentivo para realizar una ampliación de capital frente a emitir un AT1 (lo que en el mercado actual de correveidile supondría un suicidio asegurado).

El inversor obtendría una ganancia importante en el corto plazo por el bono que amortizan, y traspasaría la inversión de un CoCo con clausulado antiguo a otro "de los nuevos" no afectado por la (supuesta) inseguridad jurídica actual del resto de AT1.

Y el mercado, ganaría en confianza, visibilidad y seguridad jurídica. Se reactivaría un nicho de mercado nada despreciable (\$250b) y base de la estabilidad bancaria. Supondría el ejercicio de imagen necesario para que el inversor tuviera la "garantía legal" de que un evento como el de Credit Suisse no puede pasar bajo legislación europea.