

Bonos convertibles contingentes y deuda subordinada de las entidades de crédito de la UEM

Ignacio Fuentes y Juan Carlos Casado



23 de noviembre de 2017

La progresiva entrada en vigor del nuevo acuerdo de capital bancario, conocido como Basilea III, y la aprobación de la nueva normativa sobre la recuperación y resolución de entidades de crédito en la Unión Europea están incrementando la necesidad de que las entidades de crédito cuenten con un colchón suficiente de recursos propios para absorber posibles pérdidas. Con el fin de cumplir con estos requerimientos legales, las entidades europeas han emitido, durante los últimos años, bonos convertibles contingentes y deuda subordinada. En este artículo se analizan las principales características de estos instrumentos híbridos. Por una parte, se presenta la información disponible sobre los volúmenes y el número de las emisiones y de las entidades emisoras, y, por otra, se analizan los costes de emisión y los precios de cotización de las emisiones vivas, todo ello con una especial atención a las emisiones de las entidades españolas.

BONOS CONVERTIBLES CONTINGENTES Y DEUDA SUBORDINADA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA UEM

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes y Juan Carlos Casado, de la Dirección General Adjunta y Economía e Investigación.

Introducción

Los instrumentos híbridos son activos financieros que tienen una naturaleza dual, combinando características de la renta fija —como el pago de un interés periódico al inversor— con otras de capital, ya que bajo determinadas circunstancias (relacionadas, por ejemplo, con un deterioro del nivel de solvencia del emisor) pueden transformarse en acciones o amortizarse con el fin de cubrir pérdidas.

La progresiva aplicación del nuevo acuerdo de capital, denominado «Basilea III», que fue introducido en la UE mediante la Directiva 2013/36/UE y el Reglamento UE 575/2013¹, junto con la aprobación de la nueva normativa sobre la recuperación y resolución de entidades de crédito², está incrementando sustancialmente la necesidad de que las entidades —en especial, las clasificadas como sistémicas— cuenten con un colchón suficiente de instrumentos emitidos con capacidad de absorción de pérdidas. Como consecuencia de ello, se está produciendo una creciente apelación a los mercados de capitales, con abundantes emisiones de acciones ordinarias y ampliaciones de capital (incluidos los dividendos en forma de pago con acciones) para conseguir cumplir con los requerimientos del tramo más exigente (denominado «tramo de capital ordinario de nivel 1» o CET 1, por sus siglas en inglés). Pero, además, las entidades han recurrido a la emisión de otros instrumentos híbridos, como los bonos convertibles contingentes (denominados «CoCos») o la deuda subordinada, a fin de contar con recursos suficientes para cubrir todas las exigencias legales, intentando aprovechar la favorable coyuntura actual de los mercados financieros y tratando de reducir, en lo posible, el coste de estos recursos, que, por sus características de mayor riesgo, es más elevado que el de los pasivos exigibles ordinarios.

En este artículo se analizan las principales características de las emisiones de instrumentos híbridos computables como recursos propios realizadas por las entidades bancarias de los países de la UEM (concretamente, de CoCos), que forman parte del capital adicional de nivel 1 (AT 1), y de bonos de deuda subordinada, que se integran en los recursos propios de nivel 2 (T 2). El artículo consta de tres apartados, además de esta introducción. En el segundo se describen los requisitos mínimos de recursos propios, su distribución por niveles según las características de los instrumentos y las condiciones que deben cumplir para ser considerados como computables. En el tercero se analizan las características de las emisiones vivas de CoCos y de deuda subordinada. Por último, el cuarto se centra en el análisis del coste de las emisiones y los precios negociados.

Normativa de recursos propios y requisitos exigidos a los instrumentos híbridos

La normativa de recursos propios de las entidades de crédito establece unos requerimientos mínimos, calculados sobre los activos ponderados por riesgo, divididos en varios tramos dependiendo del plazo de vencimiento de los instrumentos y de su capacidad para la absorción de pérdidas. En el primer tramo (nivel 1) solo pueden incluirse aquellos cuya capacidad de absorción de pérdidas es mayor. Este tramo se divide, a su vez, en dos subtramos: el denominado «CET 1», que solo puede cubrirse con acciones ordinarias y con las reservas acumuladas de la entidad, y el «AT 1», que incluye instrumentos híbridos con unas

¹ <https://www.boe.es/doue/2013/176/L00338-00436.pdf> y <https://www.boe.es/doue/2013/176/L00001-00337.pdf>.

² Por ejemplo, en España, véase <http://www.boe.es/boe/dias/2015/06/19/pdfs/BOE-A-2015-6789.pdf>.

elevadas exigencias para asegurar su capacidad de absorción de pérdidas, como, por ejemplo, los CoCos. El segundo tramo (nivel 2 o T 2) puede cubrirse con otros instrumentos con menores exigencias, como los bonos de deuda subordinada, siempre que puedan ser amortizados o convertidos en capital en casos de inviabilidad de la entidad³. El tramo CET 1 deberá alcanzar, como mínimo, un 4,5 % de los activos ponderados por riesgo. Además, la suma de CET 1 y de AT 1 debe alcanzar un 6 %, y al añadir las emisiones de tipo T 2 el agregado de los tres tramos tiene que llegar al menos al 8 %.

Los CoCos son instrumentos híbridos con características de deuda y de capital, ya que pagan un interés al inversor, pero, al mismo tiempo, son convertibles en instrumentos de capital de nivel 1 ordinario bajo determinadas condiciones. Si, además, cumplen una serie de requisitos (véase cuadro 1), entonces pueden computar como capital adicional de nivel 1 (AT 1), hasta un límite del 1,5 % de los activos ponderados por riesgo. Los requisitos más relevantes son su conversión obligatoria o amortización en caso de que el nivel del capital CET 1 caiga por debajo de un determinado nivel (*trigger event*), la suspensión de los cupones si su pago pudiera comprometer el mantenimiento de los niveles mínimos de recursos propios y la ausencia de una fecha predeterminada de vencimiento.

Por su parte, los bonos de deuda subordinada susceptibles de computar como capital son también instrumentos híbridos, ya que tienen capacidad de absorción de pérdidas si la entidad emisora llegara a alcanzar el «punto de no viabilidad»⁴, en cuyo caso deberán ser plena y permanentemente cancelados o convertidos por completo en instrumentos de capital de nivel 1 ordinario (CET 1). Al igual que los CoCos, para que puedan incluirse en el capital de nivel 2 y complementar así al capital de nivel 1 ordinario y al de nivel 1 adicional en el cumplimiento de los requerimientos mínimos totales de capital⁵, deben cumplir una serie de requisitos (véase cuadro 1).

Por sus características, los CoCos tienen un nivel de riesgo más elevado que los bonos subordinados, ya que pueden ser amortizados o convertidos en capital en un momento anterior al de los bonos subordinados, aun cuando la entidad no hubiese alcanzado el «punto de no viabilidad». Además, en general, los bonos de deuda subordinada no suelen incluir cláusulas de suspensión del pago de cupones en caso de deterioro de la rentabilidad o la solvencia, por lo que hasta que no se determinara el «punto de no viabilidad» los inversores seguirían cobrando intereses⁶. Por último, los bonos subordinados tienen un plazo de vencimiento al final del cual el inversor recupera el principal, mientras que los CoCos, al igual que las acciones, no tienen plazo de vencimiento.

3 Además de estos requerimientos, existen otros que se deben cubrir con acciones ordinarias y que corresponden a tres categorías: el colchón de conservación del capital, que alcanzaría el 2,5 % de los activos ponderados por riesgo en 2019; el colchón anticíclico, fijado por las autoridades supervisoras y que puede alcanzar un máximo del 2,5 %; y el de riesgo sistémico, también fijado por los supervisores hasta un máximo del 1 %, pero que puede ser mayor en aquellas entidades con importancia sistémica global o nacional. Por otra parte, hay una serie de disposiciones que regulan una progresiva eliminación como elementos integrantes del capital de nivel AT 1 y T 2 de algunos instrumentos que antes eran considerados computables. Por último, también hay un calendario progresivo de deducciones de algunos elementos integrantes del CET 1 que dejarían de serlo.

4 Este punto se alcanza cuando se dé alguna de las siguientes circunstancias: i) la decisión de la autoridad supervisora de que es necesaria la amortización de los instrumentos de la entidad para que esta siga siendo viable, o ii) la decisión de realizar una inyección de capital público para asegurar su viabilidad.

5 El capital total admisible a partir de 2017 está formado por el capital de nivel 1 y por el capital de nivel 2, que puede alcanzar un importe máximo de hasta un tercio del capital de nivel 1.

6 Algunas emisiones de bonos subordinados pueden incluir cláusulas de suspensión del pago del cupón en caso de que su desembolso pudiera comprometer el requisito de capital de la entidad. Aun así, seguirían incluyéndose en el nivel 2 de recursos propios, pues no cumplen el resto de criterios para ser considerados activos AT 1. Ello no impide que, al aportar mayores garantías al mantenimiento de la solvencia, un porcentaje mayor de títulos emitidos con estas características puede repercutir positivamente en el nivel de *rating* de la entidad emisora.

REQUISITOS PARA LA INCLUSIÓN DE LAS EMISIONES DE COCOS Y DE DEUDA SUBORDINADA COMO RECURSOS PROPIOS COMPUTABLES (a) **CUADRO 1**

Requisitos para incluir los CoCos en AT 1	Requisitos para incluir la deuda subordinada en T 2
a) Deben ser instrumentos perpetuos, sin fecha de amortización y que hayan sido plenamente desembolsados.	a) Que hayan sido emitidos y plenamente desembolsados.
b) Las cláusulas deben facultar a la entidad bancaria a cancelar el pago de los cupones sin que se acumulen los importes no satisfechos y sin que esta suspensión se considere un evento de <i>default</i> .	b) Que no hayan sido adquiridos por la entidad emisora o sus filiales ni por una empresa donde la entidad emisora controle más del 20 % de los derechos de voto o del capital.
c) Además, deben incluirse cláusulas donde se especifique que, si se produce lo que se denomina un <i>trigger event</i> , el nominal de los títulos se amortice de forma temporal o permanente (reduciendo en el importe de esa amortización los derechos de reembolso del principal e intereses del tenedor del título) o que tengan que ser obligatoriamente convertidos en acciones ordinarias (CET 1).	c) Que la adquisición de los valores no haya sido financiada directa o indirectamente por la entidad emisora.
d) La activación de los supuestos contemplados en el apartado b) estará determinada por la suficiencia de los beneficios y reservas de la entidad emisora para afrontar el pago de los cupones, por la decisión de la autoridad supervisora si considerara que dicho pago pudiera deteriorar la solvencia de la entidad y por la discreción de la entidad emisora en los casos previstos en el folleto de emisión. La suspensión de la retribución podrá ser total o parcial.	d) Que el crédito sobre el importe del principal de los títulos emitidos esté totalmente subordinado a los créditos de todos los acreedores no subordinados.
e) La activación de los supuestos contemplados en el apartado c) está relacionada normalmente con que el nivel de capital CET 1 caiga por debajo de determinados niveles. El establecido en el Reglamento es el 5,125 %, aunque las entidades emisoras pueden establecer en el clausulado del instrumento un nivel superior.	e) Que no existan avales ni garantías ni ningún otro tipo de acuerdo que pueda mejorar la prelación del crédito en caso de insolvencia o liquidación.
f) En caso de que se produzca un <i>trigger event</i> , se establecerán un tipo de conversión y un límite en cuanto a su importe, y un intervalo dentro del cual se convertirán a instrumentos de capital ordinario (CET 1).	f) El vencimiento inicial debe ser de al menos cinco años, sin que puedan existir incentivos que muevan a la entidad a recomprar o reembolsar el principal antes de su vencimiento; además, en los cinco años restantes previos al vencimiento, el importe de la emisión que puede computarse como capital se reducirá aplicando el método de amortización lineal.
g) Los títulos pueden ser comprados o reembolsados por la entidad emisora siempre que hayan transcurrido cinco años desde la fecha de emisión y tengan autorización de la autoridad supervisora.	g) Si los títulos incluyen opciones de compra antes de su vencimiento final, estas dependerán exclusivamente de la voluntad del emisor, deberán ser aprobadas por la autoridad supervisora, no podrán ejercerse antes de que trascurren cinco años desde la fecha de emisión y, además, la entidad deberá demostrar que su posición de capital después de ejercer la opción supera con creces los requerimientos mínimos de capital establecidos por la autoridad supervisora.
	h) Los títulos no podrán incluir disposiciones que faculten al emisor para acelerar los pagos futuros por intereses ni modificar su nivel en función de la evolución de la calidad crediticia de la entidad.

FUENTE: Banco de España.

a Según lo establecido en los artículos 52 a 55 y 61 a 70 del Reglamento UE 575/2013.

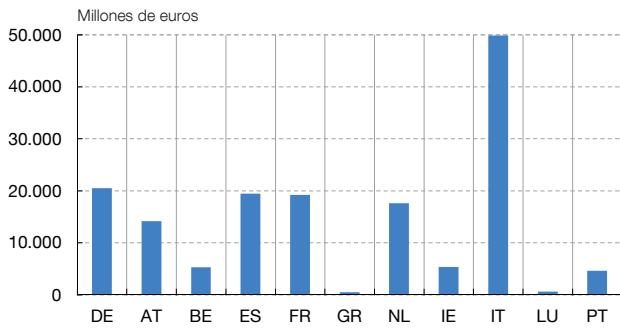
Volumen de emisión de CoCos y de deuda subordinada

A finales de septiembre de 2017, el saldo vivo de las emisiones de bonos subordinados denominados en euros computables como capital en los países de la UEM ascendía a 156.503 millones de euros, correspondientes a 1.217 emisiones de 228 entidades. Debido a sus características de mayor riesgo y a su aparición más tardía⁷, el mercado de CoCos tiene una dimensión mucho menor. Así, en la misma fecha, el saldo vivo era de 36.600 millones de euros, correspondientes a 57 emisiones de 35 entidades.

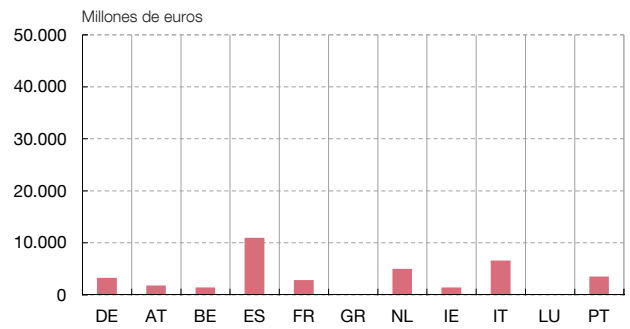
En los gráficos 1.1 y 1.2 se recoge la distribución por países de las emisiones de estos instrumentos. En todos los casos, el saldo vivo de las emisiones de deuda subordinada es más elevado que el de las de CoCos. Italia es con diferencia el país en el que los bancos han emitido un volumen mayor de deuda subordinada, con una cantidad cercana a los 50.000 millones de euros, seguida de Alemania, España y Francia, con importes en torno a 20.000 millones

⁷ Las emisiones de CoCos solo se empezaron a realizar en los primeros años de la crisis, como una nueva forma de reforzar los recursos propios de las entidades de crédito.

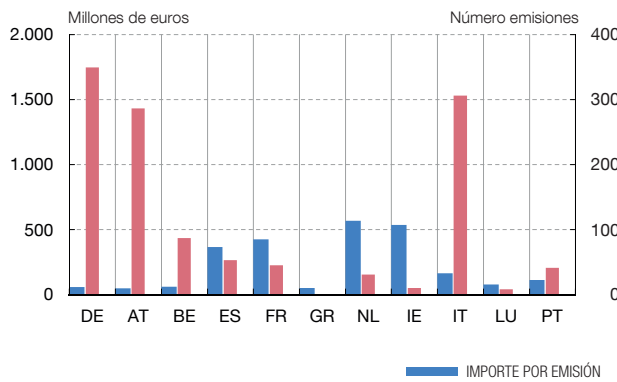
1 DEUDA SUBORDINADA: SALDO VIVO POR PAÍSES



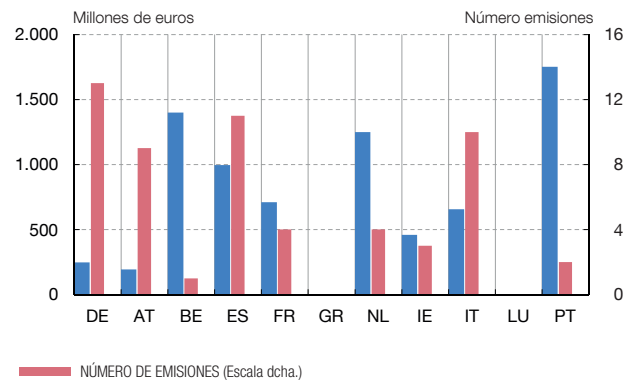
2 COCOS: SALDO VIVO POR PAÍSES



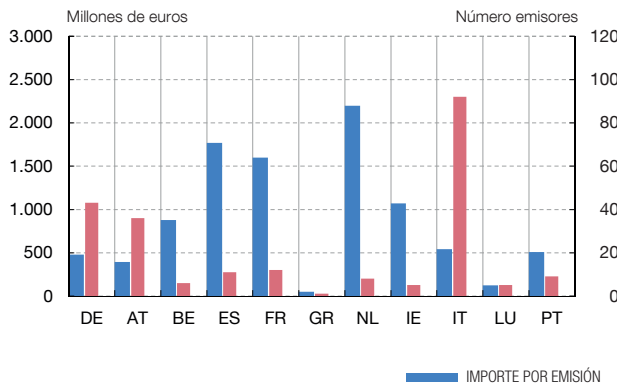
3 DEUDA SUBORDINADA: DESGLOSE POR EMISIONES



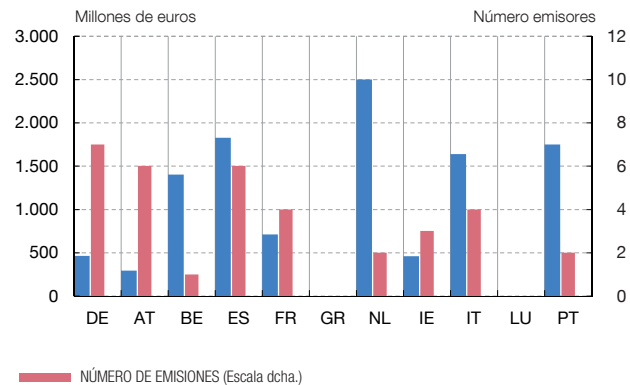
4 COCOS: DESGLOSE POR EMISIONES



5 DEUDA SUBORDINADA: DESGLOSE POR EMISORES



6 COCOS: DESGLOSE POR EMISORES

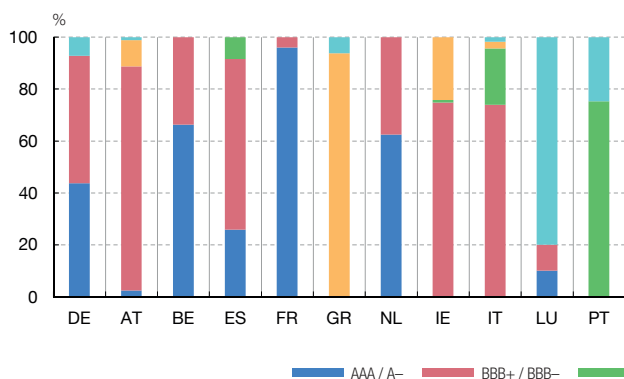


FUENTE: Banco de España.

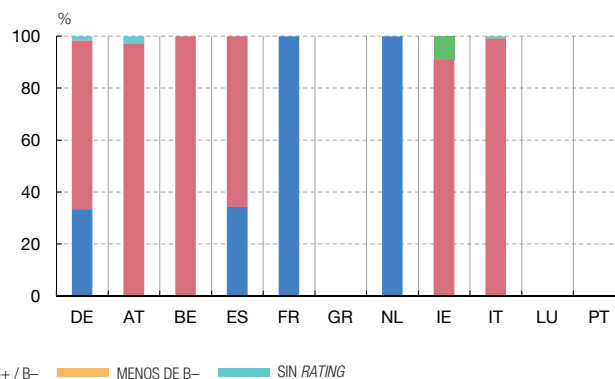
en cada caso. Por lo que respecta a los CoCos, las entidades españolas son las principales emisoras, con un importe de cerca de 11.000 millones de euros, seguidas de las italianas, con 6.500 millones.

Como puede apreciarse en los gráficos 1.5 y 1.6, la actividad del mercado en términos del número de emisiones vivas y de entidades que los emiten es también mucho mayor en el caso de los bonos subordinados. Además, el número de emisiones de deuda subordinada por entidad también es más elevado, con unos valores medios para el total de la UEM de 5,3, por 1,6 en el caso de los CoCos. Por el contrario, el importe medio tanto por emisión

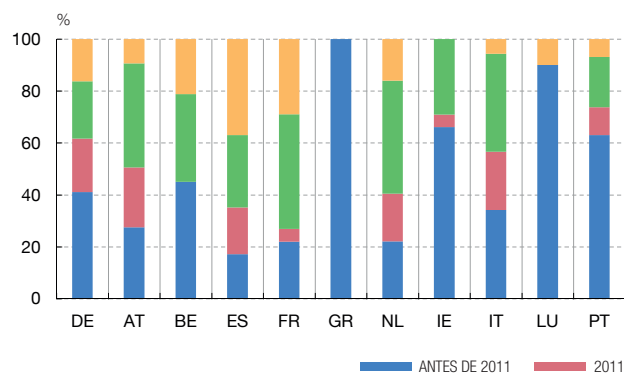
1 DEUDA SUBORDINADA. IMPORTE POR *RATING* DEL EMISOR, EN % DEL TOTAL (b)



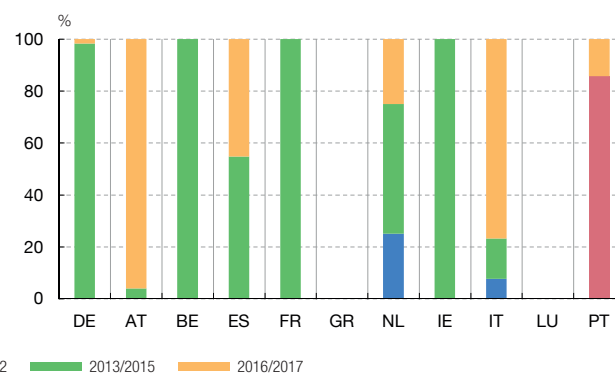
2 COCOS. IMPORTE POR *RATING* DEL EMISOR, EN % DEL TOTAL (b)



3 DEUDA SUBORDINADA. IMPORTES POR FECHA DE EMISIÓN, EN % DEL TOTAL



4 COCOS. VOLÚMENES POR FECHA DE EMISIÓN, EN % DEL TOTAL



FUENTE: Banco de España.

- a Emisiones en euros vivas a 29 de septiembre de 2017 de deuda subordinada superiores a 50 millones de nominal de los países considerados y todas las existentes en España. En los CoCos se han incluido todas las vivas en euros por todos los países.
- b Se aplica la calificación crediticia más baja adjudicada por las agencias Moodys, Fitch y Standard and Poors para las emisiones de deuda sénior a largo plazo.

como por emisor de estos instrumentos es, en general, más elevado en los de tipo AT 1 que en los de la deuda subordinada. Esto último es fundamentalmente consecuencia del mayor tamaño relativo de las entidades que, por ahora, están emitiendo CoCos. En España existen menos diferencias que en otros países en cuanto a la actividad entre uno y otro segmento de mercado, con 53 emisiones de deuda subordinada, que la sitúan en el quinto lugar, y 11 de CoCos, ocupando el segundo puesto, procedentes todas ellas de 11 y 6 entidades, respectivamente. En cuanto al importe medio por emisor y por emisión, España se situaría por encima de la media de la UEM tanto para la deuda subordinada como para los CoCos (1.767 y 1.825 millones para España, frente a 688 y 1.045 de la UEM en el importe medio por emisor; y 367 y 995 millones, frente a 129 y 642 de la UEM en el importe medio por emisión).

En los gráficos 2.1 y 2.2 se recoge información sobre la distribución de las emisiones de deuda subordinada (izquierda) y CoCos (derecha) vivas según la calificación crediticia de la entidad emisora para la deuda sénior a largo plazo. El nivel de riesgo de las inversiones en instrumentos de tipo AT 1 y T 2 es superior al de la deuda sénior, por lo que estas calificaciones no deben entenderse como aplicables a estos instrumentos, si bien la calidad crediticia de la deuda sénior puede influir en la valoración que hacen los inversores sobre

los instrumentos híbridos de una misma entidad, en la medida en que los *ratings* de la deuda sénior contienen información sobre la situación financiera de la entidad emisora. Se observa cómo en el caso de los bonos subordinados existe una mayor heterogeneidad en la calidad crediticia de los emisores en comparación con los CoCos, que está seguramente relacionada con el mayor número y diversidad de entidades activas en el primer mercado. Se detecta también que en el mercado de deuda subordinada un porcentaje más elevado de emisores no alcanza el grado de inversión⁸. Ello es probablemente reflejo de la mayor dificultad que tienen las entidades con esas calificaciones para emitir CoCos.

En los gráficos 2.3 y 2.4 se muestra la distribución de las emisiones según su fecha de emisión. En la deuda subordinada (véase gráfico 2.3), se observa cómo, en media, casi un tercio del saldo vivo de los títulos en circulación fue emitido antes de 2011. Las emisiones más nuevas, correspondientes a los últimos dos ejercicios, suponen un 16 % del total y parece existir una tendencia creciente en el volumen emitido desde 2014. España muestra una distribución diferenciada respecto a la media europea, con una mayor proporción de emisiones recientes que en el resto de países (el 37 % del saldo total fue emitido en el período 2016-2017, mientras que las anteriores a 2011 solo llegan al 17 %).

Las fechas de emisión de los CoCos suelen ser, en general, más recientes, con un porcentaje del 92 % del saldo vivo total para las emisiones a partir de 2014 y un 47 % para las correspondientes a 2016-2017. También en este caso España presenta un mayor porcentaje de emisiones realizadas en el último bienio —el 58 % de las totales—, si bien en otros países el peso de las emisiones realizadas durante este período es incluso superior (Austria, 96 %; Italia, 80 %).

El coste de emisión y los precios negociados de los CoCos y de la deuda subordinada

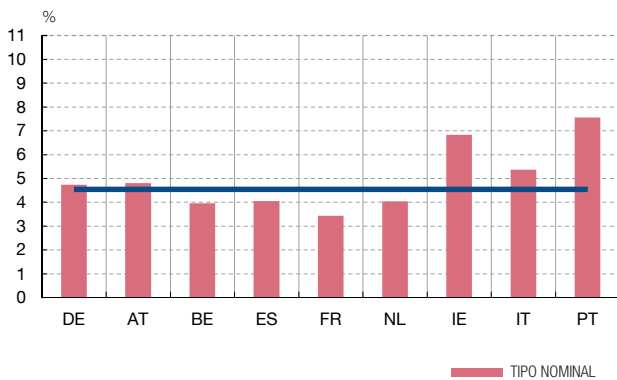
Los gráficos 3.1 y 3.2 recogen información sobre los tipos de interés de las emisiones de deuda subordinada (véase gráfico 3.1) y CoCos (véase gráfico 3.2), que miden los costes medios para las entidades emisoras. Se observa que el coste medio de la deuda subordinada de las entidades españolas se sitúa por debajo del valor medio de la muestra, y el de los CoCos, muy próximo a la media de la UEM.

El coste medio de emisión de las entidades de la UEM, en términos de la rentabilidad anual exigida en promedio por los compradores de estos instrumentos, es del 4,5 % para la deuda subordinada y del 6,9 % para los CoCos. Como cabría esperar, estos valores se encuentran por encima de los correspondientes a los bonos sénior, pero por debajo del coste de capital exigido por los inversores para las acciones ordinarias, que se estima que, en los principales países de la UEM, se situaría entre el 8 % y el 10 %⁹. El atractivo que tienen estas emisiones para las entidades bancarias es precisamente que les ayudan a alcanzar los requisitos mínimos de capital de la nueva regulación a un coste inferior al que tendría para ellos si lo cubrieran en exclusiva con emisiones de acciones. El mayor coste de los instrumentos AT 1 frente a los T 2, que se observa en todos los países analizados, es coherente también con el mayor riesgo asociado a los CoCos (mayor plazo de vencimiento, remuneración susceptible de suspenderse y nivel de prelación superior en caso de asunción de pérdidas). No obstante, estas diferencias de coste medio también pueden recoger otros elementos, como, por ejemplo, el distinto momento en el que se han emitido unos y otros activos y la dispar calidad crediticia de sus emisores, así como posibles diferencias en el grado de liquidez relativo de estos activos.

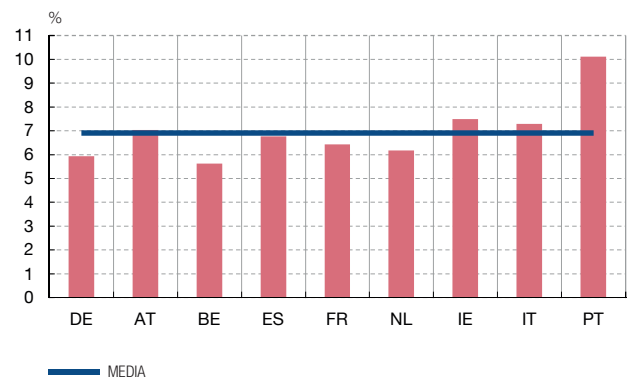
⁸ Grado de inversión son los niveles que van desde AAA+ a BBB-. El resto serían los emisores con *ratings* entre BB+ y CCC- o los que no tienen *rating*.

⁹ Véase, *Informe de Estabilidad Financiera* (mayo de 2016, p. 42). <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/16/IEFMayo2016.pdf>.

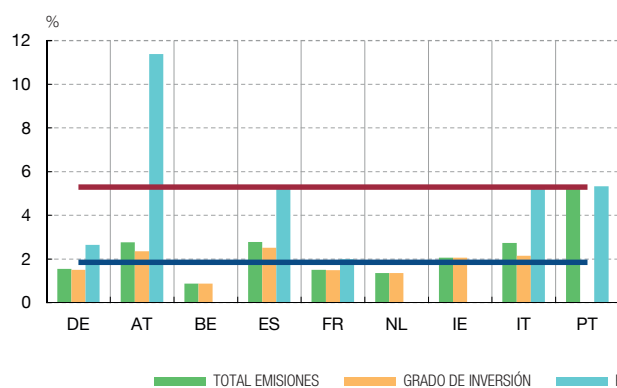
1 DEUDA SUBORDINADA: TIPO MEDIO DE EMISIÓN, POR PAÍSES



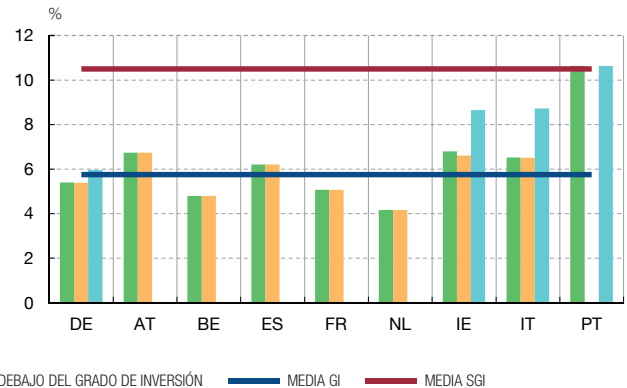
2 COCOS: TIPO MEDIO DE EMISIÓN, POR PAÍSES



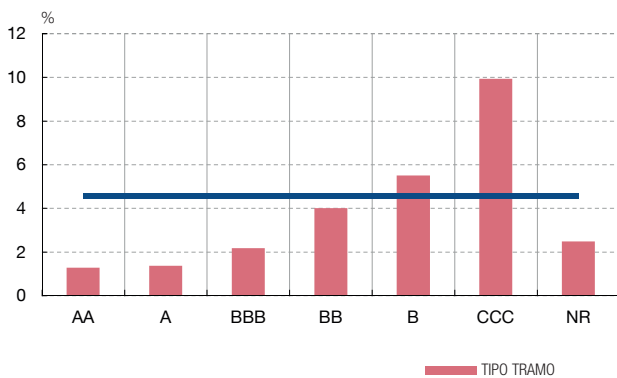
3 DEUDA SUBORDINADA: TIPO DE INTERÉS DE COTIZACIÓN, POR PAÍSES



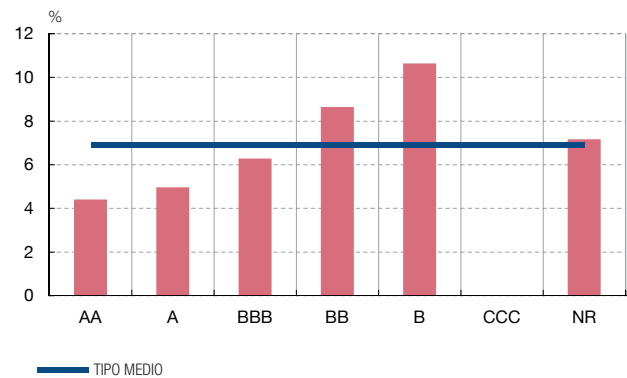
4 COCOS: TIPO DE INTERÉS DE COTIZACIÓN, POR PAÍSES



5 DEUDA SUBORDINADA: TIPOS DE INTERÉS DE COTIZACIÓN, POR TRAMOS DE RATING



6 COCOS: TIPOS DE INTERÉS DE COTIZACIÓN, POR TRAMOS DE RATING

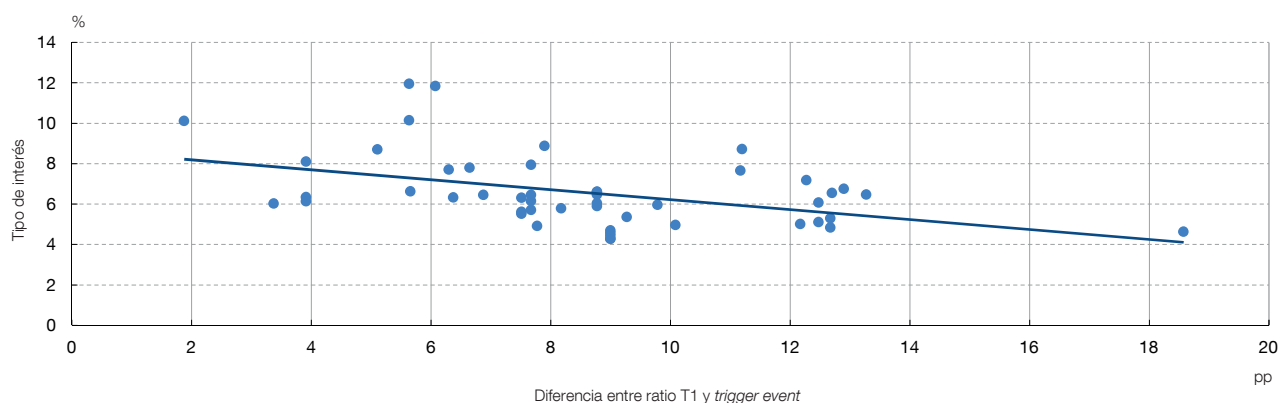


FUENTE: Banco de España.

a Medias obtenidas ponderando por los saldos en cada país o tramo de *rating* los tipos de emisión y los tipos de intereses de cotización disponibles en Bloomberg el día 29.9.2017 para el total de la muestra de emisiones considerada. Se han descartado de la muestra las emisiones de bancos ya liquidados y de entidades de resolución. GI = Grado de inversión (hasta BBB-); SGI = Por debajo del grado de inversión (menos BBB-); NR = Sin *rating*.

En los gráficos 3.3 y 3.4 (deuda subordinada en el izquierdo y CoCos en el derecho) se muestra información sobre las rentabilidades medias negociadas al cierre de septiembre de 2017, que pueden diferir del tipo de interés de emisión¹⁰. Para cada país, se presentan

¹⁰ El tipo de interés de la emisión depende, además de las características del emisor, de las condiciones en los mercados en el día de la emisión. La rentabilidad negociada evoluciona en el tiempo en función de los cambios en las condiciones de mercado.



FUENTE: Banco de España.

a El *trigger event* es el nivel mínimo de la ratio de capital que activa la conversión en acciones o la amortización.

tres barras: en la primera se incluyen todas las emisiones y en las otras se diferencia según la calificación crediticia de la entidad emisora. La rentabilidad media de las emisiones de las entidades españolas se situaba en esa fecha próxima a la correspondiente media de la UEM (como en el caso de los bonos subordinados con calificación crediticia por debajo del grado de inversión) o ligeramente por encima (en el caso de la deuda subordinada y los CoCos, cuyo emisor tiene una calificación en grado de inversión).

Los gráficos 3.5 y 3.6 muestran las rentabilidades medias negociadas de la deuda subordinada (véase gráfico 3.5) y CoCos (véase gráfico 3.6), a finales de septiembre de 2017, en función de la calificación crediticia de los emisores. Como cabía esperar, en ambos casos se observa que la rentabilidad tiende a ser más elevada a medida que empeora la calificación crediticia. Esta relación se intensifica en los escalones más bajos (los que están por debajo del «grado de inversión») y, además, parece ser más acusada en los bonos subordinados que en los CoCos.

Por otra parte, en el gráfico 4 se aprecia cómo la rentabilidad de los CoCos también depende de la diferencia entre la ratio de capital de la entidad y el umbral de capital sobre el que se define el *trigger event* que implicaría su conversión en acciones y/o amortización, ya que este diferencial está inversamente relacionado con el riesgo del instrumento. Concretamente, se observa que existe una relación negativa, y estadísticamente significativa, entre la rentabilidad de los instrumentos y ese diferencial, lo que refleja el hecho de que los inversores exigen una mayor rentabilidad a los instrumentos de mayor riesgo.

En el gráfico 5 se muestra la evolución, para 2016 y 2017, de los índices de los precios de distintos tipos de activos bancarios (deuda sénior, subordinada, CoCos y acciones ordinarias), contruidos a partir de las medias (ponderadas por saldos) de los precios de cada activo, homogeneizados usando los datos tomados a 31.12.2015 como base 100. Concretamente, se presentan los correspondientes índices para España, Italia y la UEM¹¹. Se observa, en general, cómo la evolución del precio de los cuatro instrumentos financieros, en estos dos últimos años, es relativamente similar, aunque con un rango de variación de

11 En el caso de la UEM, se han utilizado solamente las emisiones de Francia, Alemania, España e Italia. Para cada país y para la media de la UEM la ponderación se hace por los saldos vivos en cada fecha.

1 DEUDA SÉNIOR



2 DEUDA SUBORDINADA



3 COCOS



4 ÍNDICES DE BOLSAS DE VALORES BANCARIOS



— UEM — ESPAÑA — ITALIA

FUENTE: Banco de España.

a Media nacional ponderada por el volumen emitido del instrumento híbrido de los precios para cada entidad. El área sombreada representa el período entre el 2.6.2017 y el 24.6.2017, en que se activaron las cláusulas de amortización de la deuda subordinada y CoCos en los procesos de resolución de un banco español y dos italianos.

los precios dispar. Concretamente, como cabía esperar, dicho rango tiende a ser más elevado cuanto mayor es el riesgo del instrumento. Así, el mayor rango se produce en el caso de las acciones, y el menor, en el de la deuda sénior, situándose la deuda subordinada y los CoCos en una posición intermedia.

La evolución en el precio de estos activos viene determinada por distintos factores, tanto generales (como las perspectivas macroeconómicas o el nivel de los tipos de interés libres de riesgo) como específicos, del sector bancario en su conjunto y de la situación particular de las distintas entidades. Un evento que podría potencialmente haber afectado a la valoración de estos instrumentos fue la resolución de una entidad española y la liquidación de dos italianas, en junio y julio de 2017, en la medida en que supuso la pérdida total de la inversión por parte de algunos tenedores de la deuda híbrida emitida por las entidades afectadas. No obstante, en el gráfico se aprecia cómo (área sombreada) este evento tuvo un efecto limitado y transitorio sobre los precios medios negociados de los distintos instrumentos, recuperándose e incluso superándose en pocos días los niveles anteriores a estos eventos.

23.11.2017.