

LOS INSTRUMENTOS HÍBRIDOS EN LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES
FINANCIERAS: NATURALEZA Y CAMBIOS TRAS LA CRISIS FINANCIERA

José Manuel Marqués Sevillano y Alicia Sanchis Arellano (*)

(*) José Manuel Marqués pertenece a la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales, y Alicia Sanchis Arellano, a la Dirección General Adjunta de Supervisión, del Banco de España. Los autores agradecen los comentarios de Emilio González Mota y Ricardo Gimeno. El presente trabajo no hubiera podido ser elaborado sin el excelente soporte técnico de Manuel Merck.
Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera

Los instrumentos híbridos son una forma de financiación que combina características del capital y de la deuda. Este tipo de emisiones ha venido siendo muy utilizada por las entidades financieras en los últimos años. El dinamismo de estos activos financieros responde a una elevada flexibilidad que les permite adaptarse a la demanda de los inversores unida a un tratamiento favorable por parte de los reguladores. La presente crisis ha tenido importantes consecuencias para este mercado, ya que, por un lado, ha puesto de manifiesto los problemas de valoración y liquidez de estos productos, y, por otro lado, estos han sido la forma más utilizada en los planes de rescate del sector financiero a la hora de plantear inyecciones de capital público. En el presente artículo se repasan estas tendencias y se discuten las perspectivas en la utilización de los híbridos por parte de las entidades financieras tras la presente crisis.

1 Introducción

En la última década, los instrumentos híbridos de capital han crecido de forma muy significativa tanto en cantidad como en variedad, constituyéndose en una importante fuente de financiación, junto a los instrumentos tradicionales, y contribuyendo a ampliar la gama de productos con que cuentan las empresas para captar recursos y los inversores para colocarlos. Este proceso ha sido mucho más intenso en el sector financiero, donde, además de los factores puramente financieros, ha desempeñado un papel importante el tratamiento adoptado por la regulación prudencial en relación con estos instrumentos. Además, de modo mucho más reciente, el hecho de que los Gobiernos se hayan decantado por productos híbridos a la hora de instrumentar los procesos de recapitalización de entidades en el contexto de los planes de rescate ha contribuido a reforzar su presencia en el pasivo de las entidades bancarias.

Sin embargo, al igual que ha ocurrido con algunas de las innovaciones financieras surgidas durante los últimos años, estos instrumentos tienen un grado de complejidad que no solo dificulta la valoración del producto por parte de los inversores, sino que, además, al combinar características del capital y de los fondos ajenos, hace que sea complicado valorar el riesgo de liquidación de la empresa, dificultando la valoración del resto de instrumentos de financiación. En el caso del sector financiero esto puede llevar a errores en las valoraciones con consecuencias tanto en la solvencia de las entidades individuales como en la estabilidad financiera del sistema.

El presente artículo pretende ahondar en la naturaleza de los instrumentos híbridos, presentando los riesgos que pueden llevar asociados y el tratamiento que han tenido por parte de distintos agentes como los reguladores o las agencias de *rating*. Además, se tratará de plantear los efectos que la crisis actual puede acabar teniendo en el empleo de estos instrumentos, prestando una especial atención al papel del sector público como inversor en híbridos de entidades financieras en el contexto de los planes de rescate.

El artículo se compone de cinco secciones además de esta introducción. En la siguiente sección se describe la naturaleza y tratamiento de los híbridos tanto por parte del regulador como de otros agentes como las agencias de *rating*. A continuación se revisan los cambios que está produciendo la crisis en la evolución de este mercado y las debilidades de su tratamiento en el marco regulatorio que esta ha puesto de manifiesto. En la sección cuarta se ilustra la importancia de los híbridos en los planes de apoyo al sector financiero y se discuten los motivos que han podido explicar la utilización de los mismos. Y, por último, se exponen algunas conclusiones.

2 Naturaleza y tratamiento de los instrumentos híbridos

Los llamados «híbridos» son instrumentos financieros que comparten algunas características con la deuda (por ej., grado de subordinación en la liquidación) y otras con el capital (por ej., participación en los resultados de la entidad en distintos grados). Estos productos son atractivos tanto para los emisores, porque les permiten optimizar su estructura de financiación (dada la gran flexibilidad de su diseño), como para los inversores, que pueden percibirlos como una manera fácil de alcanzar la combinación deseada en términos de rentabilidad/riesgo para un horizonte de inversión.

Tal y como puede verse en el cuadro 1 la aparición de distintos híbridos ha permitido ampliar el continuo entre instrumentos de recursos propios y deuda. En esencia, los emisores buscan en los híbridos una forma estable de financiación que no diluya los derechos de voto en tiempos normales y que suponga un apoyo a la continuidad del negocio en tiempos de crisis. Además, su mayor flexibilidad permite ampliar el conjunto de inversores que pueden dar financiación a la empresa. Este es el caso de inversores institucionales que suelen estar interesados en productos de largo plazo con elevada rentabilidad pero no en la gestión diaria de las empresas.

Pero, además de estas ventajas, existen otros factores externos que han condicionado la evolución de estos productos tanto a nivel cuantitativo como cualitativo. Entre estos, cabe destacar: 1) el tratamiento fiscal, debido a la distinta consideración que existe para los pagos de dividendos y el cobro de intereses o cupones, y 2) la consideración de estos instrumentos como capital por parte de las agencias de calificación crediticia, que afecta al *rating* de las empresas emisoras y, en última instancia, influye en el coste de financiación. En el caso del sector financiero, además de los factores anteriores hay que tener en cuenta el efecto que ha tenido el tratamiento de la regulación prudencial en relación con los híbridos, lo cual, probablemente explica el mayor crecimiento relativo de estos productos en este sector.

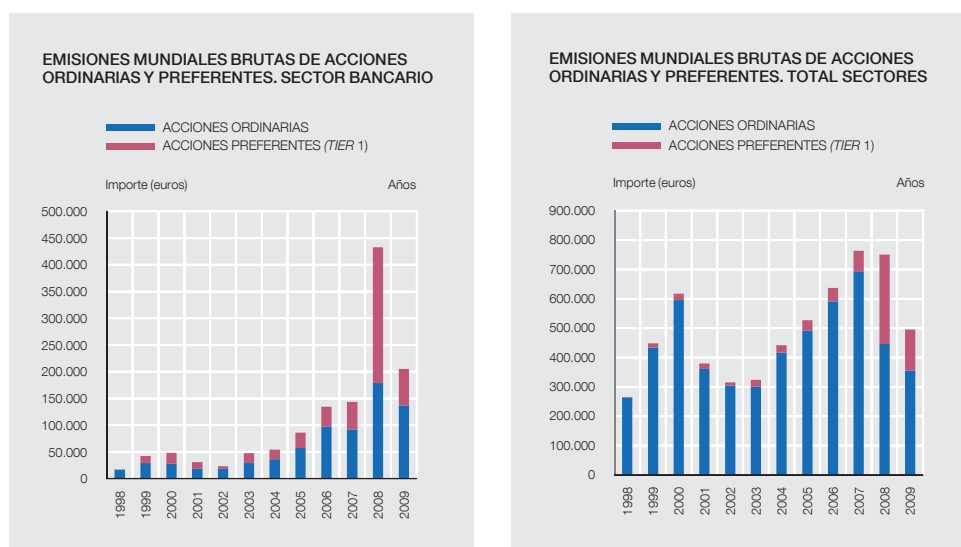
A la hora de medir la importancia de este mercado, las fuentes de información existentes son dispersas, heterogéneas y, en algunos casos, no demasiado rigurosas. Aunque no resulta sencillo, por tanto, mostrar la evolución del conjunto de instrumentos híbridos a lo largo de la última década, en el gráfico 1 se ilustra, a modo de ejemplo, la importancia creciente de uno de los instrumentos más populares dentro de la familia de los híbridos: las acciones preferentes. En el gráfico puede verse cómo, durante la última década, las emisiones de acciones preferentes (consideradas como fondos propios pero distintos de las acciones ordinarias) han sido importantes y, en algunos años, como en 2007, han llegado a suponer casi el 10% de las emisiones de acciones realizadas. Tal y como puede apreciarse en el panel izquierdo del gráfico 1, este proceso ha sido mucho más intenso en el sector financiero, en el que las emisiones de preferentes han alcanzado en los últimos años porcentajes superiores al 30% de los recursos propios emitidos por las entidades bancarias. Durante 2008 se observa un importante repunte como consecuencia de los planes de rescate del sector financiero y de las dificultades que encontraban las entidades bancarias para obtener recursos propios en forma de acciones ordinarias.

Durante el período previo a la crisis financiera el dinamismo de estos instrumentos en el sector financiero ha podido estar explicado por un entorno regulatorio favorable, unido a un período de intenso crecimiento en el activo de las entidades. Adicionalmente, durante ese período la caída de las rentabilidades en la mayoría de los activos tradicionales de renta fija ha propiciado que los inversores —y, en particular, algunos como los inversores institucionales [por ej., *hedge funds* y los vehículos de inversión estructurados (SIV)]— buscasen alternativas que ofreciesen una mayor rentabilidad a costa de tener un mayor grado de subordinación. De este modo, tal y como muestran Yu y Van Luu (2009), entre enero de 2000 y mayo de 2007 la combina-

CARACTERÍSTICAS	ESTRUCTURA
Capital puro	
	Deuda convertible de forma obligatoria
	Acciones preferentes perpetuas sin opción de compra por parte del emisor
	Acciones preferentes perpetuas con opción de compra sin <i>step-up</i>
Estructuras híbridas	
	Acciones preferentes perpetuas con opción de compra con <i>step-up</i>
	Instrumentos híbridos de deuda perpetua con cupones no acumulativos
	Instrumentos híbridos de deuda de largo plazo
	Instrumentos híbridos de deuda de corto plazo, con cupones acumulativos
Deuda pura	

LOS INSTRUMENTOS HÍBRIDOS EN LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS: NATURALEZA Y CAMBIOS TRAS LA CRISIS FINANCIERA

GRÁFICO 1



FUENTE: Dealogic Analytics.

ción de rentabilidad y riesgo de los índices de instrumentos híbridos financieros era mucho más favorable que la de otros índices de instrumentos de deuda.

Sin embargo, al igual que ha ocurrido con otras innovaciones financieras, la complejidad y la falta de homogeneidad de estos productos dificultan su valoración y explican su escasa liquidez en mercados organizados. Así, no resulta sorprendente que la demanda de los inversores se haya visto muy condicionada por la opinión de determinados agentes, como los reguladores o las agencias de *rating*, sobre las características de cada producto. La valoración tanto de los reguladores como de las agencias de *rating* suele centrarse en criterios similares: la permanencia en los balances, la capacidad de absorción de pérdidas sin necesidad de liquidación de la entidad, y el grado de subordinación, si bien existen diferencias importantes en el peso que se da a cada elemento.

A diferencia de otros sectores, los recursos propios en el sector bancario no solo protegen a los acreedores de la entidad en caso de liquidación, sino que, además, contribuyen a preservar la estabilidad del sistema financiero, lo que justifica su regulación a través del coeficiente mínimo de recursos propios. Los recursos propios tratan de constituir un colchón con el que las entidades sean capaces de absorber las pérdidas inesperadas. Sin embargo, no todos los recursos propios tienen la misma calidad a la hora de proteger a la entidad del riesgo de liquidación. Algunos de los instrumentos admitidos como capital regulatorio solo absorben pérdidas antes que el resto de acreedores una vez que se ha producido la liquidación, de modo que sirven para mitigar las pérdidas de otros acreedores como los depositantes, pero no para evitar que la entidad entre en liquidación. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, la contribución de estos instrumentos es menor que la de los recursos propios de más calidad, pues se limitan a atenuar el riesgo de pérdida de ciertos acreedores y evitan, por tanto, el contagio que podría producirse a través del pánico de los mismos (o reducen el coste que tendría que soportar el Fondo de Garantía de Depósitos establecido precisamente para evitar el pánico de los depositantes), pero sin que esto sirva para eludir otro tipo de efectos de contagio derivados de una liquidación. Esto es más relevante en el caso de entidades de carácter sistémico (grandes y complejas) cuya liquidación puede tener efectos de contagio a través de sus múltiples conexiones con el sistema financiero (por ej., mercado interbancario, infraestructuras, etc.)¹.

Los criterios y normas sobre los recursos propios, sobre su definición y su composición, han venido fijados a nivel internacional por los acuerdos del Comité de Basilea desde 1988. Según estos acuerdos, la calidad del capital se determina en función de las siguientes características:

- a) *Permanencia*: La estabilidad del instrumento en el pasivo de las entidades aumenta el horizonte durante el cual pueden absorberse pérdidas inesperadas.
- b) *Capacidad de absorción de pérdidas manteniéndose la continuidad del negocio de la entidad*.
- c) *Elevado nivel de subordinación*: Para que un instrumento tenga valor como capital regulatorio, su prelación debe estar por detrás de los acreedores ordinarios.
- d) *Posibilidad de suspender o eliminar el dividendo* si no existen beneficios distribuíbles. Con ello se evita pagar retribuciones con cargo a reservas, lo que debilitaría la solvencia de un banco en un momento especialmente delicado. Si el dividendo no solo se difiere sino que se pierde, ello permite un más rápido fortalecimiento de la entidad, lo cual tiene más valor a efectos regulatorios.
- e) *Disponibilidad inmediata para absorber pérdidas*. Los instrumentos deben estar totalmente desembolsados y no tiene que existir ninguna traba administrativa o legal para poder disponer de ellos.

El grado de cumplimiento de estos criterios sirve para clasificar por parte del regulador cada instrumento en las distintas categorías de capital (*tier 1* y *tier 2*). Intuitivamente, el capital de primera categoría comprendería aquellos instrumentos que no solo son capaces de absorber pérdidas en caso de liquidación de la entidad, sino que, desde un punto de vista prudencial, se considera que pueden contribuir de forma adecuada a la continuidad del negocio bancario, a diferencia de los instrumentos de capital de segunda categoría.

1. Véase US Treasury (2009).

En el acuerdo inicial de Basilea en 1988 se destacaba que los fondos propios deben estar constituidos principalmente por instrumentos de renta variable y reservas (que constituyen lo que se denominó «*tier 1*»). Los primeros incluían las acciones ordinarias emitidas y totalmente desembolsadas, así como las participaciones preferentes perpetuas no acumulativas. En el acuerdo además se hacía mención a otros elementos, que, con determinados límites, podían ser considerados como recursos propios a efectos regulatorios. Así, en la categoría denominada «*tier 2*» se incluían elementos como la deuda subordinada a largo plazo, cuyo cómputo, a efectos de capital regulatorio, no podía superar la cantidad contabilizada como *tier 1*.

En 1996 se introdujo una categoría adicional denominada «*tier 3*», en la que se incluyó aquella deuda subordinada a corto plazo que contenga una cláusula por la que se suspende el derecho de los tenedores a recibir ningún pago en el caso de que, de ser estos efectuados, el capital de la entidad quede por debajo del mínimo regulatorio (*lock-in clause*), u otro nivel fijado, para cubrir una parte del riesgo de mercado.

Tras la firma del acuerdo de 1988 se produjo un importante proceso de innovación financiera para desarrollar instrumentos híbridos de capital que combinaran características tanto de la deuda como de las acciones y que pudiesen ser considerados como capital regulatorio.

En este contexto, a mediados de 1990 el Comité de Basilea decidió revisar los criterios utilizados en la elegibilidad como *tier 1*. Esta revisión quedó plasmada en un comunicado de octubre de 1998 (conocido como el Acuerdo de Sydney), en el que se reafirmó el papel crucial de las acciones ordinarias con voto y las reservas en la composición del *tier 1*, señalándose que estos, junto con los beneficios no distribuidos, deberían ser la parte predominante en el capital de primera categoría.

En el acuerdo se especificó que todos los instrumentos considerados como *tier 1* debían:

- Estar emitidos y totalmente desembolsados.
- Tener derechos de carácter no acumulativo².
- Contar con capacidad de absorber pérdidas sin necesidad de que el banco esté en liquidación.
- Ser subordinados a los depósitos, acreedores ordinarios y deuda subordinada del banco.
- Tener carácter permanente.
- No estar asegurados ni cubiertos por una garantía del emisor o una entidad relacionada, o por otro acuerdo que legal o económicamente mejore la *seniority* del derecho frente al resto de acreedores del banco.
- Ser amortizables a iniciativa del emisor solo después de cinco años con la aprobación del supervisor y bajo la condición de que serán reemplazados con capital de

2. Los derechos de carácter no acumulativo son aquellos que, en una situación de pérdidas o escasez del capital, tan solo permiten suspender los derechos de cobro de cupones o dividendos. Por el contrario, los que tienen carácter acumulativo permiten un aplazamiento de esos derechos hasta que la entidad vuelva a una situación de normalidad.

similar o superior calidad, a menos que el supervisor determine que el banco tiene capital más que adecuado a su perfil de riesgos.

Además, el acuerdo de Sydney requería que se cumplieran las siguientes condiciones:

- Las principales características de dichos instrumentos deben ser fácilmente comprensibles y han de ser publicadas.
- Los procedimientos deben estar inmediatamente disponibles, sin limitación, para el banco emisor, en un punto predeterminado, bastante anterior a un deterioro serio de la posición financiera del banco.
- El banco debe tener la discrecionalidad sobre la cantidad y el momento de las distribuciones, sujeta solo a la exención previa de la distribución a las acciones ordinarias, y debe tener acceso total a los pagos exentos.
- Las distribuciones pueden ser pagadas solo mediante los elementos distribuibles; cuando las distribuciones hayan sido programadas con anterioridad no podrán ser revisadas con base en la calidad crediticia del emisor.

Adicionalmente, en el Acuerdo de Sidney se establecieron unos límites cuantitativos:

- En el *tier 1* solo puede haber un 15% de instrumentos innovativos (es decir, instrumentos con algún incentivo para ser reembolsados).
- Solo podrán incluirse en el *tier 1* instrumentos con *step up*³ moderados junto con una opción de recompra si el *step up* no se produce antes de diez años desde la emisión, y siempre que el incremento no rebase ciertos límites.

En el cuadro 2 se resume la clasificación de estos instrumentos a efectos regulatorios.

2.2 TRATAMIENTO DE LOS INSTRUMENTOS HÍBRIDOS POR PARTE DE LAS AGENCIAS DE RATING Y OTROS AGENTES

Como ya se ha comentado, la demanda de productos híbridos buscaba una forma de obtener nuevas combinaciones de rentabilidad-riesgo en un entorno de bajos rendimientos en la mayoría de instrumentos de renta fija. Sin embargo, las características distintivas de estos instrumentos (riesgo de extensión del plazo, riesgo de diferimiento en el pago de cupón, riesgo de subordinación, etc.) hacen que sea difícil adaptar los modelos de valoración de deuda a este tipo de productos, por lo que, a la hora de valorar el riesgo, los inversores (incluso aquellos más sofisticados) han descansado en la valoraciones que sobre cada instrumento hacían las agencias de *rating*⁴. Por otro lado, la consideración o no de los híbridos como parte de los recursos propios de las empresas según las agencias de calificación crediticia influye en el *rating* que finalmente se asigna a cada entidad.

A la hora de valorar un instrumento híbrido, las agencias de *rating* suelen emplear un análisis bastante granular. En primer término, suelen distinguir entre instrumentos convertibles y no convertibles. Dentro de los instrumentos no convertibles suelen tener en cuenta el grado de subordinación —tanto antes como después de la liquidación— y la flexibilidad que existe en los pagos del instrumento (lo cual depende de varios factores, como las condiciones del diferimiento del cupón, el plazo de vencimiento o la ausencia de cláusulas de protección del in-

3. El *step up* son cláusulas de incremento de los cupones transcurrido un período de años que pretenden crear incentivos para que el emisor amortice los títulos. 4. Véase Yú y Van Luu (2009).

Core tier 1 (≥ 50% del tier 1)	Acciones ordinarias y reservas (b)	
Resto de tier 1 (no innovativo)	Acciones preferentes no acumulativas (con opción de compra)	
Tier 1 innovativo (≤15% del tier 1)	Acciones preferentes no acumulativas (con opción de compra y cláusulas <i>step-up</i>) (c)	
Upper tier 2	Acciones preferentes perpetuas con dividendos acumulativos Deuda subordinada perpetua Provisiones genéricas (d) Excedentes de provisiones IRB (e)	≤ tier 1
Lower tier 2 (≤50% del tier 1)	Deuda subordinada no perpetua (vencimiento mínimo: cinco años)	

FUENTE: *Bank of England Financial Stability Review*.

- Los límites están expresados en términos de tier 1 (excluyendo los instrumentos innovativos del tier 1 y deduciendo las inversiones en acciones propias, los activos intangibles y el resto de deducciones específicas).
- Incluye tanto las aportaciones al capital como los beneficios no distribuidos netos, tras su auditoría externa, y con posterioridad a la aplicación de los oportunos filtros prudenciales (por ej., pérdidas resultantes de ajustes de valoración).
- Una cláusula *step-up* permite un incremento en el tipo de interés del cupón, una vez transcurrido el vencimiento de un determinado período inicial.
- Se trata de provisiones que no pueden ser asignadas a una operación específica, dado que corresponden a carteras bajo el enfoque estandarizado.
- Es la diferencia positiva entre los importes de provisiones realizadas y las pérdidas esperadas, asociadas con carteras de activos bajo el enfoque de modelización de riesgo de crédito denominado IRB («internal ratings based»).

versor/acreditado). En los instrumentos convertibles, el carácter opcional o no de la convertibilidad es uno de los elementos fundamentales en el análisis. En el caso de que la convertibilidad sea obligatoria, se presta especial atención al grado de subordinación del instrumento después de la conversión, el valor o ratio de canje, el período de conversión y las características del instrumento antes de la conversión. En los instrumentos no convertibles, uno de los elementos más relevantes es la dependencia del factor de conversión de los precios de las acciones en el momento de realizar el canje, ya que afecta directamente a la probabilidad de que la conversión sea efectuada⁵.

A la hora de determinar en qué medida los instrumentos híbridos son relevantes para los recursos propios, las agencias de *rating* han seguido criterios similares a los del regulador prudencial, aunque con ciertos matices. Así, por ejemplo, la agencia Moody's tradicionalmente ha asignado un menor peso relativo a la capacidad de absorción de pérdidas, ya que interpretaban que las entidades tratarán de evitar que los tenedores de instrumentos híbridos sufran pérdidas para evitar los riesgos de señalización⁶. Por otro lado, Fitch⁷ y Standard&Poors⁸ tradicionalmente han otorgado un mayor peso relativo a la flexibilidad de los pagos y la capacidad de absorción de pérdidas. Otro elemento en el que las agencias suelen poner mayor atención que el regulador es la convertibilidad. Standard&Poors y Fitch establecen criterios claros para la convertibilidad obligatoria para poder considerar a un instrumento como capital (período de conversión, condiciones de la conversión, etc).

5. Si el factor de conversión es independiente del precio de las acciones ordinarias en un período de estrés en el que la cotización de las mismas haya descendido significativamente, es muy improbable que se efectúe esa conversión, dado el elevado efecto dilutorio que se generaría para el resto de accionistas. 6. Este criterio ha sido revisado recientemente por esta agencia. Véanse Moody's (2008a), (2008b) y (2009). 7. Véase Fitch Ratings (2008a). 8. Véanse Standard&Poors (2008b) y (2008c).

Al igual que en el caso del regulador, las agencias de calificación crediticia también ponen límites al porcentaje de híbridos que pueden estar incluidos en el capital. Así, Fitch, Standard&Poors y Moody's establecen que el porcentaje de híbridos que pueden ser considerados por estas agencias como capital se encuentra limitado al 30%, 33% y 25%, respectivamente. Para limitar aún más la dependencia de los híbridos, algunas agencias como Fitch y Moody's también ponen *haircuts* en el valor de estos instrumentos a la hora de calcular el capital de la entidad.

Además de la opinión de las agencias de *rating*, también resulta relevante el tratamiento contable de estos productos, ya que afecta a las cuentas que ofrece la entidad e influye en los beneficios que se consideran a efectos fiscales. En este punto, las Normas Internacionales Financieras (NIF) determinan que un instrumento puede ser clasificado como fondos propios solo si no existe ninguna obligación contractual para el emisor de realizar algún pago de dinero u otro tipo de instrumento que represente una deuda a otra entidad. Como puede verse, esta definición resulta mucho más ambigua e imprecisa que la que se emplea a efectos de solvencia.

3 Efectos de la crisis en el mercado de los híbridos

El desarrollo de la crisis financiera que se inició en verano de 2007 puso de manifiesto un volumen de pérdidas en las entidades financieras mucho mayor de lo esperado inicialmente. Así, por ejemplo, las estimaciones de pérdidas acumuladas por parte del Fondo Monetario Internacional para el período 2007-2010 vinculadas con activos originados en Estados Unidos han pasado de los 1.400 mm de dólares que se estimaban en octubre de 2008 a los 2.700 mm de dólares que se esperaban en abril de 2009.

La crisis financiera evidenció, entre otras cosas, que ni el nivel ni la calidad del capital de las entidades eran suficientes para evitar la liquidación de muchas entidades financieras, lo que ha motivado que tanto los reguladores como las agencias de *rating* se estén replanteando el tratamiento de los instrumentos híbridos y su valor como mitigadores del riesgo de liquidación de las entidades. Por otro lado, los inversores han dejado de prestar tanta atención a la opinión de los reguladores o las agencias de calificación crediticia y han comenzado a considerar otros elementos como la liquidez en los mercados financieros. Un ejemplo claro de esta tendencia es la atención que recientemente se está prestando por ratios de capital de alta calidad, como el denominado «*core tier 1*» (que tiene la mayor capacidad de absorción de pérdidas), en lugar de las tradicionales ratios de solvencia [véase BCE (2009)].

Esta tendencia se ha visto reflejada en la evolución de las emisiones de las entidades financieras. Así, por ejemplo, de acuerdo con la *Financial Stability Review* del BCE, para una muestra de grandes bancos de la zona del euro, se observan significativos cambios en la composición del capital entre 2007 y 2008, ya que, mientras el volumen de *tier 1* y *core tier 1* se ha incrementado modestamente, el capital de segunda categoría (véase cuadro 2) ha caído un 28%.

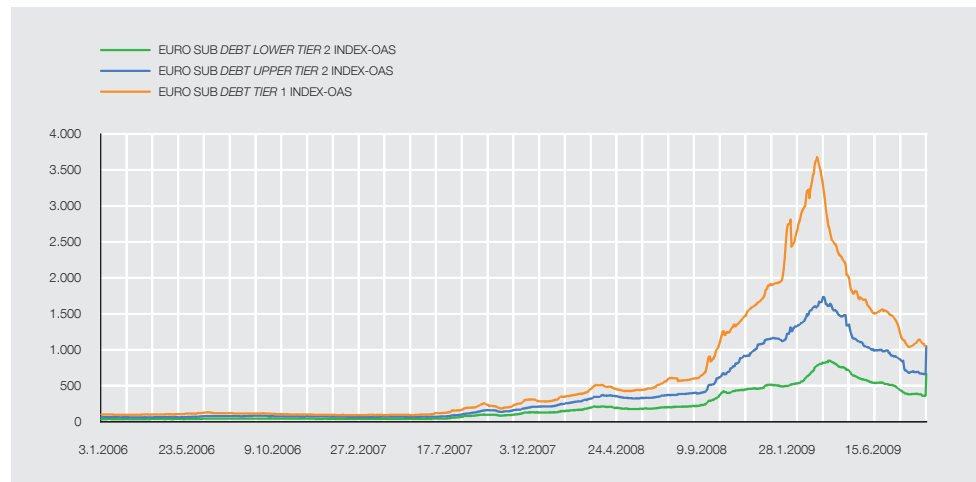
3.1 LA REACCIÓN DE INVERSORES, EMISORES Y AGENCIAS DE RATING COMO CONSECUENCIA DE LA CRISIS FINANCIERA

Antes de la crisis, los precios de los instrumentos híbridos reflejaban unas primas de riesgo históricamente bajas, en consonancia con el clima general de escasa aversión/percepción del riesgo de los instrumentos financieros. Los instrumentos híbridos emitidos por el sector bancario comenzaron a registrar caídas en sus precios a partir del verano de 2007, pero no fue hasta la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 cuando los precios se desplomaron.

Tal y como señalan Yu y Van Luu (2009) en un estudio para el área del euro, el diferencial de rentabilidad de estos instrumentos en relación con la deuda sénior de las entidades pasó de situarse en el entorno de los 25-50 puntos básicos durante los años 2003-2007 a alcanzar los 900 puntos básicos en febrero de 2009. El diferencial de los instrumentos híbridos *tier 1* en la

SUBORDINADA (a)

Período: 2006-2009



FUENTE: Bloomberg (Merrill Lynch Global Index System).

a. *Option Adjusted Spread (OAS)*.

zona del euro frente a la deuda pública de similar duración ha pasado de niveles muy reducidos a alcanzar los 3.000 puntos básicos en febrero de 2009 (véase gráfico 2), tendencia que ha empezado a revertir parcialmente durante el segundo trimestre de 2009. En cualquier caso, parece evidente que, al igual que ha sucedido con otros instrumentos financieros, antes de la crisis los agentes infraestimaron los riesgos inherentes a estos productos.

Los incrementos observados en los diferenciales se deben a que la crisis financiera ha puesto de manifiesto distintas fuentes de incertidumbre para los tenedores de instrumentos híbridos. En primer lugar, algunas entidades no han ejercitado, como venía siendo habitual, las opciones de recompra que existían en algunos instrumentos híbridos (por ej., Deutsche Bank en diciembre de 2008 no recompró una emisión de un billón de euros). En segundo lugar, para varias entidades las perspectivas de nacionalizaciones han aumentado; sin embargo, no resulta evidente cuál va a ser el tratamiento por parte de las autoridades de estos instrumentos en el supuesto de una mayor involucración del Gobierno. La falta de consistencia en el tratamiento de los tenedores de híbridos en intervenciones previas de los Gobiernos ha contribuido a la confusión entre los inversores. En el caso de Northern Rock, algunos instrumentos calificados como *tier 1* fueron eliminados, mientras que otros continuaron recibiendo pagos de cupones. En el caso de Bradford & Bingley, la garantía pública excluyó explícitamente a la deuda híbrida y se procedió a la reestructuración de los derechos de todas las emisiones de deuda subordinada, decisiones que provocaron que todas aquellas emisiones de deuda consideradas como *tier 1* pasasen a no tener valor alguno. En un intento de clarificar esta situación en el contexto europeo, la Comisión Europea comunicó a finales de julio de este año que los instrumentos híbridos de las entidades que han recibido ayudas públicas no podrán recibir pagos a costa de las ayudas públicas⁹. Las agencias de *rating* han reaccionado con una bajada de *rating* de las emisiones afectadas.

Por otro lado, la reacción de los mercados ha propiciado que algunas entidades hayan decidido aprovechar la coyuntura para reforzar su solvencia mediante la recompra de estos instrumentos (que, en estos momentos, cotizan muy por debajo de su par) y su sustitución por

9. Véase Comisión Europea (2009).

LOS INSTRUMENTOS HÍBRIDOS EN LOS RECURSOS PROPIOS
DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS: NATURALEZA Y CAMBIOS
TRAS LA CRISIS FINANCIERA

GRÁFICO 3



FUENTE: Dealogic Analytics.

deuda más senior [véase Bank of England (2009)]. Esta tendencia también se ha observado en las emisiones brutas de las entidades financieras de algunos países. Así, en el gráfico 3 puede observarse cómo, mientras que en algunas áreas como la zona del euro o Japón la emisión de instrumentos híbridos continúa siendo una importante fuente de financiación del sector, en otros países como, Estados Unidos o Reino Unido estas emisiones han ido teniendo un menor protagonismo a lo largo de 2009.

Estas tendencias han influido también en los criterios utilizados por las agencias de *rating* que han iniciado una revisión de las calificaciones crediticias. Así, tal y como señala Standard&Poors (2008a), como consecuencia de la crisis financiera se ha incrementado sustancialmente el riesgo de aplazamiento de los cupones de estos instrumentos, lo que ha llevado a una revisión a la baja en varios productos híbridos. En el mismo sentido apuntaba Moody's en junio de 2009, donde señalaba que, aunque tradicionalmente consideraba que el aplazamiento de los cupones era improbable, ya que los tenedores de híbridos acabarían contando con apoyo

público, empezaba a dudar de ese apoyo. Como ya se ha señalado, algunas decisiones oficiales han provocado la reacción de las agencias de *rating*; así, el comunicado de la Comisión Europea en el que se establece que aquellos bancos en procesos de reestructuración no deberían remunerar a los instrumentos híbridos (a no ser que haya obligación contractual) provocó que algunas agencias como Fitch rebajasen el *rating* de varias emisiones de *rating*¹⁰.

La crisis financiera que se está viviendo desde mediados de 2007 ha puesto de manifiesto que muchas entidades bancarias carecían de un volumen de recursos propios suficientes y que en algunos casos la composición de estos no era la adecuada. En estos momentos existe un alto grado de consenso a nivel político en relación con la necesidad de reforzar la calidad de los recursos propios de las entidades, en especial de las sistémicas. Así, tanto la Unión Europea como Estados Unidos¹¹ han recogido en sus propuestas a discutir en la cumbre del G 20 de Pittsburgh de finales de septiembre la mejora de la calidad de los recursos propios de las entidades.

Por su parte, los reguladores están inmersos en un proceso de revisión en profundidad de la definición del capital regulatorio¹². Así, por ejemplo, los trabajos actuales del Comité de Basilea se centran, por un lado, en tratar de definir cuáles debieran ser los principios fundamentales que sirvan para categorizar un instrumento de capital (permanencia, absorción de pérdidas, subordinación), y, por otro, en el seguimiento del comportamiento de estos instrumentos en la crisis y en la elaboración de propuestas para mejorar la transparencia de los mismos. Las conclusiones preliminares apuntan a:

- favorecer un mayor peso en el *tier* 1 de las acciones ordinarias en los tiempos buenos;
- avanzar hacia una definición de *core capital* homogénea, y
- Explorar hasta qué punto un modelo basado en reglas concretas que ligen la absorción de pérdidas de estos instrumentos a variables medibles podría ser la única manera de superar los problemas de incentivos que tienen las entidades para no penalizar a estos inversores incluso en tiempos de crisis.

Está previsto que se publique un documento con las conclusiones definitivas de estos trabajos antes de finales de año. En Europa, los esfuerzos se han centrado en intentar armonizar la implementación del acuerdo de Sydney a nivel europeo. Las recientes modificaciones a la Directiva 48/2006 dan una mayor relevancia a la capacidad de absorción de pérdidas en condiciones de estrés de los instrumentos de capital a la hora de clasificarlos, así como al papel del supervisor a la hora de decidir sobre la cuantía y el momento en que se debe producir dicha absorción para los instrumentos que se clasifican como capital de primera categoría.

4 El sector público y los instrumentos híbridos en los planes de rescate financiero

Otra consecuencia importante de la crisis financiera para los instrumentos híbridos reside en el hecho de que la mayoría de las ayudas de capital que han desarrollado los distintos Gobiernos en el marco de los planes de rescate se han efectuado mediante este tipo de productos. Sin embargo, en el tratamiento de estos híbridos por parte de reguladores y agencias de *rating* se ha tenido en cuenta que el sector público es un inversor especial, en el que características como, por ejemplo, la permanencia no pueden ser aproximadas por los parámetros

10. Véase Fitch Ratings (2009). 11. Véase US Treasury (2009). 12. Véase BIS (2009).

	US (CPP)	US (CAP)	GB	GER	FRA
Instrumento	Acciones preferentes	Acciones preferentes de conversión obligatoria	Acciones ordinarias, acciones 'B' y acciones preferentes	Acciones preferentes con <i>silent participation</i>	Acciones ordinarias, acciones preferentes y deuda subordinada
Derechos de voto (sí/no)	No	No (hasta su conversión)	Acciones ordinarias: sí. Acciones 'B' y preferentes: no	No	Acciones ordinarias: sí. Acciones preferentes: no
Acumulativas	Sí	Sí	Acciones ordinarias y 'B': discrecional. Acciones preferentes: sí	Sí	Sí
Cupón	5% durante los cinco primeros años	9% durante los siete primeros años. Tras dicho período, conversión obligatoria	Acciones ordinarias: no. Acciones 'B': el mayor de: (1) 7% de su precio de emisión, y (2) un múltiplo del pago de dividendos de las acciones ordinarias, en su caso. Acciones preferentes: 12% los cinco primeros años	9%	Acciones ordinarias: no. Acciones preferentes: coste superior entre i) deuda subordinada + 25pbs anuales hasta la firma del 2.º tramo, o ii) comisión que multiplica los dividendos por los siguientes coeficientes: 105% en 2010, hasta el 125% en 2018. Límite de rentabilidad: el doble del importe de la deuda subordinada
Step up	9%	—	Acciones preferentes: Sterling Libor 3m + 7%	—	—
Cómputo capital	Tier 1	Tier 1 (conversión a core tier 1)	Core tier 1 (acciones ordinarias y 'B'). Tier 1 (acciones preferentes)	—	Core tier 1 (acciones ordinarias y preferentes). Tier 1 (deuda subordinada)

FUENTES: Bancos Centrales y elaboración propia.

habituales. En el cuadro 3 se puede observar cómo en varios casos los instrumentos híbridos empleados por el sector público carecen de muchas de las características que se han mencionado como fundamentales para considerarlos como capital, a pesar de lo cual se han incluido en esta categoría. Esta clasificación, que se encuentra justificada por las características peculiares del sector público como inversor, podría no haber sido favorable para el papel señalizador de las ratios regulatorias sobre la situación de solvencia de la empresa y podría explicar la creciente atención que prestan los inversores a otros conceptos como el *core capital ratio* que no se encuentran recogidos en las normas prudenciales.

En el caso de las agencias de *rating*, han existido posturas diferentes en relación con la forma de valorar estas ayudas. Así, por ejemplo, Moody's, en el caso de las ayudas del TARP a las entidades americanas, tan solo consideran que un 25% de estas ayudas públicas pueden ser incluidas en las ratios de capital¹³, ya que estas participaciones no tienen vocación de permanencia y no es evidente el tipo de capital que las va a reemplazar. Por su parte, Standard&Poors mantuvo una clasificación más favorable y consideró inicialmente que el 33% de los mismos fondos podían ser considerados en las ratios de capital¹⁴; sin embargo, tras las modificaciones incluidas en el plan de estímulo presentado a principios de año por las autoridades americanas, decidieron que este tipo de participaciones se consideraban como deuda en su totalidad¹⁵. En el extremo opuesto se sitúa la agencia Fitch que incluye la totalidad de estas mismas ayudas en las ratios de capital¹⁶. Para esta agencia, el hecho de que el Tesoro como inversor en el capital tenga como objetivo la estabilidad financiera hace que estas participa-

13. Véase Moody's (2008c). 14. Véase Standard&Poors (2008a). 15. Los motivos para esta reclasificación pueden encontrarse en Standard&Poors (2009), y fundamentalmente se refieren a la eliminación de la obligatoriedad de que en caso de amortización durante los primeros tres años las ayudas del TARP sean sustituidas por capital ordinario y a los mayores incentivos para la amortización que se crean como consecuencia de los límites más restrictivos impuestos en la retribución a los directivos. 16. Véase Fitch Ratings (2008b).

ciones puedan ser consideradas como estables y capaces de absorber las pérdidas, por lo cual adoptan una clasificación similar a la de los reguladores.

Por último, desde la perspectiva de los inversores no ha existido una respuesta clara respecto a la clasificación o no de estas ayudas como capital. Según algunos análisis¹⁷, el elemento fundamental para considerar o no estas ayudas públicas como verdadero capital reside en el plazo de vencimiento y la existencia de cláusulas que permitan la conversión de estas participaciones en capital ordinario.

En cualquier caso, resulta interesante plantearse cuáles son los criterios que han llevado a las autoridades a elegir estos instrumentos a la hora de implementar las ayudas de capital al sector financiero. Estos criterios pueden agruparse en tres grupos: aquellos relacionados con la forma de entrada, los vinculados con la salida y otro tipo de criterios más relacionados con la gestión.

a. Criterios relacionados con la entrada

Teniendo en cuenta la situación de pánico financiero en la que se encontraba el sector financiero durante el último trimestre de 2008, uno de los elementos que influyeron decisivamente a la hora de instrumentar las ayudas fue el de la rapidez con la que se podía reforzar la solvencia de las entidades. De hecho, en caso de plantearse las ayudas mediante acciones ordinarias, hubieran requerido un proceso de aprobación por parte de la junta de accionistas, con la consiguiente incertidumbre hasta que finalizase todo el proceso. Así, por ejemplo, en el caso del Royal Bank of Scotland, aunque el Tesoro Británico anunció su intención de participar en acciones ordinarias de la entidad el 13 de octubre, esta intervención no pudo culminarse hasta el 1 de diciembre, momento en el que la agencia que gestiona las participaciones públicas en las entidades financieras —la UKFI— comunicó que ejercía el control del 58% de esta entidad.

Adicionalmente, dada la elevada volatilidad que mostraban los mercados financieros durante el último trimestre de 2008, otra de las consideraciones fue la de seleccionar instrumentos que limitasen el impacto sobre la volatilidad de las cotizaciones. En este sentido, de nuevo los instrumentos híbridos presentaban ventajas, ya que no generan un efecto dilución entre los accionistas actuales y, además, limitan la injerencia del sector público en la gestión diaria de la entidad. En este sentido, tal y como se ilustra en Merrill Lynch (2008), las cotizaciones de aquellas entidades que han recibido inyecciones de capital mediante operaciones que no creaban efecto dilución entre los accionistas ordinarios han sido mucho más favorables que en el resto de casos.

Un último elemento muy relevante a la hora de plantear la entrada en el capital de las entidades es el coste inmediato que las participaciones tienen para el contribuyente, ya que estas ayudas coincidían con el anuncio de otras medidas de impulso fiscal que deterioraban significativamente el estado de las finanzas públicas. En este sentido, aunque todos los instrumentos implicaban un desembolso inmediato por parte del Estado, las acciones preferentes posibilitan exigir unos pagos de cupón que, en función de su cuantía, pueden permitir a los contribuyentes rentabilizar estas ayudas de modo más inmediato. De hecho, como puede observarse en el cuadro 3, este coste no ha sido homogéneo entre Estados y, en algunos casos, como en Reino Unido, se ha criticado que el excesivo nivel de estos intereses puede limitar la capacidad de recuperación de las propias entidades. Sin embargo, los instrumentos híbridos presentan el inconveniente de que, al no participar de modo directo en la distribución de los beneficios, no se benefician de modo completo de la mejora en los beneficios que

17. Véase Merrill Lynch (2008).

puede acabar teniendo la entidad una vez que se logra solventar la situación crítica. Por ello, en varios casos, como el de Estados Unidos o Reino Unido, en compensación por la inversión en instrumentos híbridos el Estado ha recibido *warrants* sobre el precio de las entidades.

b. Criterios relacionados con la salida

En cuanto a los aspectos relacionados con la salida, existen dos elementos fundamentales a la hora de afrontar la devolución o cancelación de las inyecciones públicas en las entidades financieras:

- La liquidez del instrumento: si el tipo de activo utilizado se negocia en mercados organizados y líquidos, resulta más sencillo de transferir a otras entidades o de ser amortizado en cualquier momento por la propia entidad, ya que es más fácil encontrar una referencia para valorar ese activo.
- La flexibilidad del instrumento para absorber pérdidas en una situación de estrés: en este sentido, aquellos instrumentos que exigen desde un primer momento cupones elevados con carácter acumulativo no parecen los más adecuados y podrían dificultar o aplazar la recuperación de la entidad.

c. Otros criterios

A pesar de que la ayuda de capital persigue esencialmente restaurar la solvencia percibida, sin embargo, las autoridades suelen tener en cuenta otros objetivos que también tratan de satisfacerse y que, lógicamente, condicionan la elección del tipo de instrumento. Los principales objetivos en este sentido son:

- Fomento del crédito: Puede obtenerse bien de modo directo, participando en la toma de decisiones de la entidad (como ha sido el caso de Northern Rock), o bien de modo indirecto, mediante un seguimiento de las decisiones de crédito de las entidades que han recibido estas ayudas (como en el caso del TARP) o condicionando las ayudas a unos objetivos de concesión de crédito (como en el caso de las acciones preferentes inyectadas en octubre de 2008 en los bancos británicos).
- Distorsiones en la competencia: aunque resulta inevitable que la inyección de capital distorsione la competencia, ya que no suele realizarse de modo generalizado, el efecto de estas distorsiones dependerá del instrumento empleado. De este modo, cuanto mayor sea el coste de estas ayudas para los accionistas de la entidad menores serán estas distorsiones y menor será la posibilidad de que esta ayuda sea utilizada para ganar cuota de mercado. En este sentido, en algunos planes de rescate, como el implementado por Suecia, se imponen límites para que los bancos con inyecciones de capital público no puedan ganar cuota de mercado.

En definitiva, la utilización de instrumentos híbridos por parte de las autoridades públicas en los planes de rescate financiero parece una consecuencia inmediata de la situación que se vivía en los mercados financieros durante el último trimestre de 2008 y de la necesidad de implementar estas ayudas de modo rápido. Una vez que parece haberse superado la situación de pánico de ese período, las autoridades han ido ponderando otros criterios y, en algunos casos, como en algunas entidades de Estados Unidos, se han propuesto operaciones para convertir las acciones preferentes en poder del sector público en acciones ordinarias.

5 Conclusiones

La crisis ha revelado debilidades en el tratamiento de los instrumentos híbridos tanto dentro del marco regulatorio como en la valoración por parte del mercado. El mercado

está centrando sus valoraciones en el capital de más calidad de las entidades. En cuanto al marco regulatorio, se ha hecho evidente la necesidad de que los recursos propios sirvan para reducir el riesgo de liquidación de la entidad y no solo para proteger a los depositantes en caso de que esta se produzca. En este sentido, muchos de los instrumentos admitidos como recursos propios por la regulación prudencial no constituyen un colchón para prevenir dicha liquidación, ya que no resulta evidente la capacidad real que tienen para absorber pérdidas. Una de las conclusiones de la reciente crisis ha sido, por tanto, la necesidad de reforzar el capital de más calidad en las entidades financieras para reducir la probabilidad de liquidación de las entidades y, con ello, la posibilidad de una crisis sistémica.

Otro problema que la crisis ha puesto de manifiesto en relación con estos productos es la dificultad de valorar realmente la probabilidad de liquidación de una entidad, ya que no resultan obvios los recursos propios con los que cuenta una entidad. Este problema surge vinculado en parte con el desarrollo de los híbridos y la falta de transparencia de las instituciones respecto a la composición de su capital y la complejidad de algunos de estos productos. En este sentido, otra de las conclusiones claras de esta crisis es la necesidad de profundizar en el proceso de transparencia de las entidades en cuanto a la composición de su capital, así como en la necesidad de aumentar la liquidez de estos mercados, en parte fomentando la sencillez, la seguridad jurídica y la transparencia de este tipo de productos.

Por otra parte, los mercados han delegado el proceso de valoración tanto de las instituciones como de este tipo de productos en las agencias de *rating*, descuidando en muchas ocasiones sus propias responsabilidades en el proceso de valoración. Este problema, que no es exclusivo de estos productos, sino que se extiende a toda la gama de productos financieros, ha hecho que se reconsidere, por una parte, la necesidad de reforzar la diligencia de los inversores institucionales a la hora de invertir, y, por otra, la importancia de regular las agencias de *rating* para mitigar en la medida de lo posible los conflictos de intereses y otros problemas asociados a su negocio y que pueden afectar a la estabilidad financiera.

A pesar de los problemas ya aludidos en el mercado de híbridos, la presencia de los mismos en el capital de las entidades financieras se ha visto incrementada durante la crisis por el sesgo que han mostrado las autoridades a la hora de elegir este tipo de instrumentos para reforzar los recursos propios de algunas instituciones. Esta preferencia viene explicada, en gran medida, por la coyuntura financiera extremadamente complicada que se vivió a finales de 2008, ante la que la entrada del sector público mediante acciones preferentes parecía ser la respuesta más rápida y eficaz. Sin embargo, una vez superada esta situación, se han ido considerando otros elementos, lo que ha llevado a algunas autoridades a proponer una conversión de estos instrumentos en capital ordinario.

Todos estos cambios determinarán la futura evolución de este mercado y, en principio, supondrán un reforzamiento de los mecanismos de prevención y de gestión de crisis. En todo caso, tanto las reformas regulatorias en ciernes como cualquier decisión relativa a la posibilidad, el alcance y la implementación de las intervenciones en las entidades deberán contener un riguroso análisis coste/beneficio que permitiera tener en cuenta los efectos a corto plazo, así como los de medio y largo plazo, para la estabilidad financiera. Por otro lado, la crisis financiera ha puesto de manifiesto las carencias estadísticas sobre este tipo de productos y plantea la necesidad de avanzar en la recopilación de datos sobre su negociación en los mercados financieros que permitan realizar análisis basados en una información completa, comparable y fiable.

BIBLIOGRAFÍA

- BANK OF ENGLAND (2009). *Financial Stability Report*, junio.
- BCE (2009). *Financial Stability Review*, junio.
- BIS (2009). «Comprehensive response to the global banking crisis», nota de prensa del 7 de septiembre.
- COMISIÓN EUROPEA (2009). «Comunicación de la Comisión sobre la recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales», *Diario Oficial de la Unión Europea*.
- FITCH RATINGS (2008a). «Equity Credit for Hybrids and other capital securities», *Criteria Report*.
- (2008b). *Fitch Comments on Equity Credit for U.S. Treasury Preferred Instruments*.
- (2009). «Burden Sharing and Bank Hybrid Capital Within the EU», *Special Report*.
- MERRILL LYNCH (2008). *Core Capital: Quality Matters*. Merrill Lynch.
- MOODY'S (2008a). *Moody's Hybrid Tool Kit: Limiting Equity Credit in the Capital Structure*.
- (2008b). «Moody's Assesses Bank Hybrid Securities in the Context of the Credit Crisis», *Special Comment*.
- (2008c). «Moody's Assessment of the U.S. Government's Preferred Stock Investment in Banks», *Special Comment*.
- (2009). *Moody's Proposed Changes to Bank Subordinated Capital Ratings*.
- STANDARD&POORS (2008a). *Direct Investment under the EESA should Bolster US Financial Institutions*.
- (2008b). *Hybrid capital handbook: September 2008 Edition*.
- (2008c). *Franchise Stability, Confidence Sensitivity and the Treatment of Hybrid Securities in a Downturn*.
- (2009). *Equity Content Assessment of TARP Preferred Stock Issues Revised Following Changes Under The Stimulus Act*.
- US TREASURY (2009). *Principles for Reforming the US and International Regulatory Capital Framework for Banking Firms*.
- YU, P., y B. VAN LUU (2009). *Lessons from the collapse in Hybrid Bank Capital Securities*, mimeo.