

Madrid, 25 de noviembre 2009

# INSTITUCIONES FINANCIERAS

## Que viene el CoCo

Fernando Marín  
Julia Fraile  
Camino Hidalgo  
Beatriz Serrano  
(34) 91-257-2099

femarin@gruposantander.com  
jufraile@gruposantander.com  
madhidalgo@gruposantander.com  
beserrano@gruposantander.com  
(34) 91-257-2101

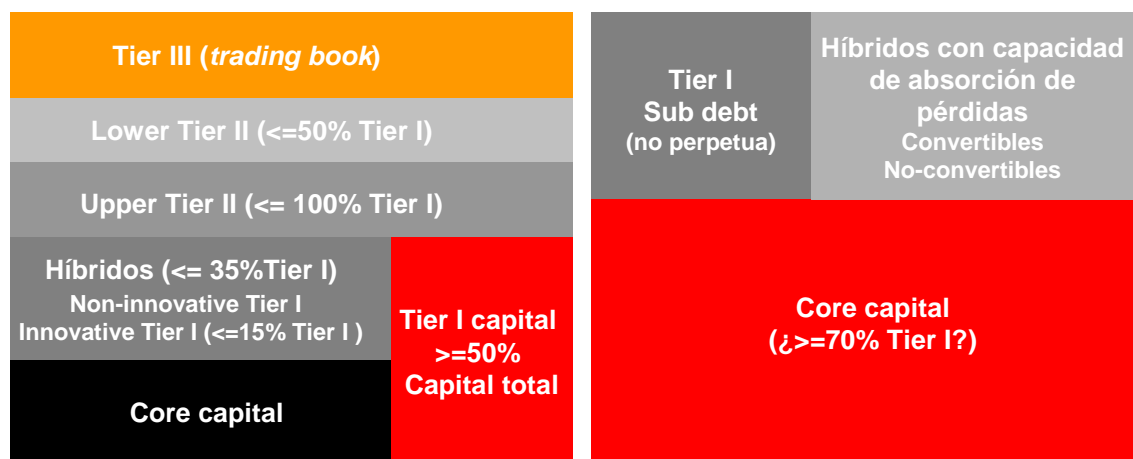
María Cruz García  
Michael Charlton  
Isadora Bartolome  
Isidro Arrieta

mcgarcia@gruposantander.com  
mlcharlton@gruposantander.com  
ibartolome@gruposantander.com  
ijarrieta@gruposantander.com

Desde que comenzara la crisis, el foco de atención de gobiernos, reguladores y demás organismos de supervisión se ha centrado en el desapalancamiento del sector bancario, tanto por el lado del activo (i.e. ventas exigidas por la Comisión Europea para los bancos intervenidos) como por el del capital. A pesar de la diversidad de propuestas (G-20, CEBS, Basilea, etc.), existe un consenso generalizado en cuanto a la necesidad de incrementar la cantidad mínima de capital regulatorio y, sobre todo, su calidad. Es decir, la proporción de capital con capacidad de absorción de pérdidas en el capital total de los bancos.

En este sentido, las propuestas se mueven en tres direcciones: (i) el incremento del *core capital* (por encima del 70%, según el CEBS – Comité Europeo de Supervisión Bancaria); (ii) la modificación de la regulación de deuda Tier 1 actual, que resulte en la capacidad de *writedowns* del principal en casos de estrés (i.e. pérdidas anuales netas, como en el caso de los bonos alemanes); y (iii) la introducción de un nuevo tipo de deuda subordinada convertible en *equity* en función de un *trigger* determinado. En este contexto, cabe esperar que la nueva estructura de capital bancario resulte en la desaparición de los tramos intermedios (deuda Tier 2) que se caracterizan por una limitada flexibilidad.

**Fig 1 Estructura de capital bancaria presente y futura**



Source: CEBS, Basilea, agencias de rating, Santander

En cualquier caso e independientemente de cuáles sean finalmente los cambios regulatorios que a medio plazo se implementen en el sector, lo que sí parece claro es que los bonistas de los bancos tomarán el testigo de los gobiernos en futuras crisis. De hecho, iniciativas como el UK *Banking Act* 2009, el *split* de Northern Rock en un *good bank* / *bad bank* (donde este último agrupará toda la deuda del banco, incluida la *senior*) o los famosos “*living wills*” británicos (apoyados a nivel mundial), no hacen sino cuestionar la *put* de los gobiernos de cara al futuro.



## Híbridos a la alemana

A lo largo de la crisis, los híbridos han demostrado su limitada capacidad para proveer a los bancos de la flexibilidad necesaria en situaciones de estrés. Excluyendo los *tenders* e intercambios de deuda por debajo de la par, la mayor parte de los híbridos sólo absorben pérdidas en el caso extremo de insolvencia de la entidad.

Tabla 1 Principales operaciones de recompra o canje de deuda subordinada en Europa			
	Operación	Grado de aceptación (promedio)	Precio (promedio)
Allied Irish Banks	Canje de híbridos (£, €) por LT2	72,0%	58,5%
Anglo Irish Bank	Recompra de deuda UT2 y Tier 1 (£, €)	81,5%	39,6%
Banco Sabadell	Recompra de deuda Tier 1 (€)	60,0%	40,0%
Banco Pastor	Recompra de deuda UT2 y Tier 1 (€)	51,7%	48,0%
Bank of Ireland	Recompra de deuda Tier 1 (£, €, \$)	92,5%	44,0%
Barclays	Intercambio de deuda UT2 (£,\$) por deuda LT2	74,0%	77,0%
BBVA	Intercambio de deuda Tier 1 (£, €) por nueva deuda Tier 1 con cupones más altos + incentivos	71,0%	75,3%
Caixa Geral Depositos	Recompra de deuda UT2 (€)	18,4%	80,0%
Caja Madrid	Intercambio de deuda LT2 (€, 2014) por nueva deuda LT2 (€, 2015) con cupones más elevados	64,9%	100%
Caja de Ahorros de Galicia	Recompra de deuda UT2 (€)	26,1%	50,0%
Caja Duero	Recompra de deuda Tier 1 (€)	30,2%	50,0%
Crédit Agricole	Recompra de deuda UT2 (£, CAD)	73,0%	68,5%
KBC Bank	Recompra de deuda Tier 1 (£, €)	72,0%	70,0%
Lloyds	Canje de deuda UT2 (£, €) por deuda <i>senior</i>	60,0%	67,0%
RBS	Canje de deuda UT2 y T1 (£) por deuda <i>senior</i> y recompra de deuda UT2 y T1 (\$, €)	65,5%	46,6%
Santander	Intercambio de deuda Tier 1 (£, €, \$)	44%	70,5%
Standard Chartered	Recompra de deuda LT2 (\$) y canje de deuda UT2 (£) por deuda <i>senior</i>	33%	80%
UBS	Recompra de deuda LT2 (€)	56%	64%

Fuente: Bloomberg, Reuters y bancos

Los cambios regulatorios propuestos abogan por unos híbridos que, como los alemanes, puedan realizar *writedowns* del principal (adicionales al diferimiento / impago de cupones) en caso de pérdidas netas anuales. En años posteriores, y siempre que el emisor volviera a registrar beneficios, los inversores recuperarían el principal recortado hasta la par. Además, los inversores recibirían una prima superior a la de los híbridos actuales, en tanto que el riesgo de estos bonos sería mayor (la probabilidad de una pérdida anual - *writedown* del principal- es lógicamente mayor que la de la insolvencia del emisor – impago de cupón).

Desde un punto de vista regulatorio, híbridos como los alemanes referenciados a la cuenta de pérdidas y ganancias (y no tanto a escenarios extremos de insolvencia del emisor), disfrutaban de una mayor transparencia y objetividad.



**Tabla 2 Propuesta de definición estándar de los nuevos híbridos, según el CEBS**

<b>Permanencia</b>	<p>Los instrumentos con incentivos de recompra moderados (<i>innovative</i>) no podrán superar el 15% del capital.</p> <p>Si en el momento de <i>call</i> no se ejercita la opción de compra no se permitirá la reclasificación de los híbridos como <i>non-innovative</i>.</p> <p>El ejercicio de opción de <i>call</i> y las ofertas de canje/recompra tendrán que ser autorizadas por el regulador, que exigirá que el banco demuestre su solvencia, liquidez y rentabilidad presente y futura. En cualquier caso, las recompras no podrán realizarse antes del quinto año.</p>
<b>Flexibilidad de pagos</b>	<p>El pago de cupones/dividendos sólo podrá ser hecho con beneficios distribuibles.</p> <p>El regulador puede exigir la cancelación de cupones/dividendos en función de los beneficios distribuibles disponibles, los niveles de solvencia, la evaluación de los riesgos a los que está puesto el banco y su <i>business plan</i>.</p> <p>Los <i>dividend pushers</i> y <i>stoppers</i> sólo serán aceptables si el emisor tiene un alto grado de flexibilidad para cancelar los pagos. En cualquier caso, ambas cláusulas podrán ser ignoradas a instancias del regulador y por incumplimiento de los requerimientos mínimos de capital.</p> <p>Las cláusulas ACSM sólo serán aceptables si el emisor tiene total discreción sobre el pago de dividendos y cupones y si su aplicación no resulta en un descenso del capital. En cualquier caso y de acuerdo a esta cláusula, los cupones diferidos deberán ser satisfechos de forma inmediata con instrumentos del <i>core capital</i>.</p>
<b>Absorción de pérdidas</b>	<p>En caso de liquidación: el instrumento no sólo será el último en el orden de prelación de pagos, sino que tampoco podrá contar con ningún tipo de garantía o cobertura.</p> <p>Durante la vida de los bonos: los híbridos absorberán pérdidas con características tales como la permanencia, la flexibilidad para cancelar el pago de cupones/dividendos y otros mecanismos que ayuden a la recapitalización del emisor en casos de estrés (<i>writedown</i> temporal o permanente del principal o conversión automática en acciones ordinarias).</p>
<b>Límites de emisión</b>	<p>Los híbridos no pueden superar el 35% del capital Tier 1 o el 50% si fueran convertibles en acciones ordinarias en un caso de emergencia (i.e. pérdidas que resulten en incumplimiento de los ratios mínimos de capital regulatorio) o a discreción del emisor o del regulador. El precio de conversión deberá ser fijado en el momento de emisión (como un máximo) y podría ser reducido en caso de subidas de cotización en mercado, pero no incrementado en casos de caídas.</p>
<b>Grandfathering</b>	<p>Con el objetivo de evitar un impacto negativo de la nueva regulación en los ratios de solvencia de los bancos, el CEBS plantea que los instrumentos emitidos bajo cualquier regulación nacional cuya definición de híbrido difiera de la nueva propuesta sean reducidos gradualmente en un periodo de 30 años. Concretamente, el CEBS propone que los híbridos actuales continúen siendo elegibles durante 10 años desde la entrada en vigor del nuevo marco regulatorio. A partir del undécimo año y durante diez años más, el porcentaje de híbridos antiguos elegibles se reducirá al 20% del total del Tier 1 y posteriormente (del año 21 al 30) al 10%.</p>

Fuente: CEBS

En cualquier caso, la introducción de nuevas características a los bonos Tier 1 actuales no soluciona por sí sola la debilidad de la estructura de capital de los bancos, por lo que se hace necesaria, además, la introducción de nuevos instrumentos convertibles en *equity* en escenarios de estrés (super híbridos, CoCos, ECNs, etc.)



## CoCos: a new kid in town

A principios del mes de noviembre, y con el objetivo de eximirse de la participación en el Esquema de Protección de Activos (£16mm de comisiones e incremento de la participación estatal en su accionariado desde el 43% actual hasta el 62%), Lloyds anunció una ampliación de capital de £13,5mm y una oferta de intercambio de bonos UT2 y T1 por bonos LT2 convertibles en acciones ordinarias en el caso de que el ratio *core capital* del banco cayera por debajo del 5%. Estos bonos, denominados CoCos (*contingent convertible bonds*), han sido tan bien acogidos por los inversores que Lloyds ha tenido que incrementar su oferta desde los £7,5mm inicialmente anunciados hasta £9mm.

Además, los CoCos cuentan con el apoyo de reguladores y gobiernos, en tanto que: (i) tienen una mayor capacidad de absorción de pérdidas que los bonos Tier 1 tradicionales (incluso que los alemanes); (ii) disfrutan de una mayor transparencia; y (iii) al contrario que los bonos Tier 1 actuales, que cuentan en ocasiones con mecanismos que impiden el impago de cupones incluso por imposición pública/del regulador (*parity pushers*, *dividend pushers/stoppers*, *ACSMs*, pago de cupón obligatorio contractualmente, etc.), no contemplan excepciones en cuanto a la absorción de pérdidas.

Desde el punto de vista del emisor, y a pesar de la clara desventaja en cuanto al coste de emisión, cabe destacar que la emisión de CoCos en vez de capital ordinario reduce el impacto negativo en la rentabilidad para los accionistas (dilución).

Con todo y con esto son muchas las críticas (y dudas) que han surgido en torno a este nuevo tipo de activo.

Para empezar, no está nada claro cuál va a ser la base inversora ni el éxito que puedan tener en mercado. En este sentido, entendemos que la operación de Lloyds es un caso excepcional y que no sienta ningún precedente ya que: (i) los bonos intercambiados estaban muy castigados en mercado; y (ii) de acuerdo a las condiciones impuestas por la Comisión Europea (*burden sharing*), Lloyds no pagará cupones ni ejercerá las *calls* de sus híbridos de cara a los próximos dos años.

Independientemente de que las características de estos nuevos bonos sean muy atractivas para los inversores (cupones fijos y muy superiores a los de la deuda Tier 1 tradicional, formato LT2 con fecha de vencimiento o Tier 1 con cupones acumulables, etc.), lo cierto es que los CoCos pueden ser considerados *cuasi-equity* y tener un *rating high yield* por lo que los inversores de híbridos tradicionales podrían no poder tenerlos en cartera.

Además, existen muchas dudas en cuanto a la efectividad de un *trigger* vinculado a los ratios de capital bancarios ya que, si algo ha demostrado esta crisis, es que muchos de los bancos que han tenido que ser intervenidos tenían niveles de solvencia “adecuados”. Por otra parte, y al contrario que la cotización bursátil de un banco o los *spreads* de sus CDSs (medidas propuestas como posibles *triggers* de conversión), los ratios de capital no sólo se revisan (y hacen públicos) de forma más esporádica (publicación de resultados), sino que además podrían estar sujetos a ciertos ajustes contables.

También es importante tener en cuenta que si finalmente, y tal y como ha ocurrido en el caso de Lloyds, el precio de conversión de los bonos se fija en el momento de la emisión y no en el de conversión, los bonistas serían los claros perdedores.

Pero lo que es aún más importante es que la introducción de los CoCos puede tener un impacto muy negativo en mercado, ya que la conversión de los bonos en *equity* se produciría en un momento (*trigger* de solvencia o capitalización bursátil) en el que la cotización del banco en cuestión estaría ya muy castigada, por lo que la conversión no haría sino ahondar en este castigo (máxime cuando, además, podría resultar en ventas masivas de inversores que no pudieran tener *equity* en cartera). En este sentido es importante recordar el caso de los “*death spiral convertible bonds*” (MSCBs o *Moving Strike Convertible Bonds*) emitidos desde 2003 por compañías japonesas con fuertes necesidades de financiación (y pocos medios para obtenerla).



Este tipo de bonos, al contrario de los convertibles normales, tienen un ratio de conversión variable (el *strike price* se reestablece periódicamente para reflejar cambios en la cotización), generalmente a un descuento del 10% con respecto al precio de mercado, por lo que los bonistas ganan siempre, incluso si la cotización cae. El principal riesgo de estos bonos es que promueve fuertes caídas en el precio de las acciones ya que, por un lado la conversión de los bonos en acciones diluye el precio de la acción y, por otro, los bonistas tienen un fuerte incentivo a hacer *short selling* de las acciones antes de la conversión de los bonos (y, por tanto, de la caída de su cotización), contribuyendo así a nuevas caídas.

La pérdida de popularidad de estos bonos se produjo después de que Lehman Brothers financiara la compra de Fuji Television Network por parte de Livedoor con JPY80mm de MSCBs cuyo precio de conversión se revisaba semanalmente a un 10% de descuento respecto a la cotización semanal media. Además, y al contrario que otros MSCBs, este bono contaba con un *strike price* mínimo de JPY157, menos de la mitad del precio de cotización en el momento de la operación. Es decir, que teóricamente Lehman podría obtener hasta 509mn de acciones, diluyendo la acción en un 80%. Fuentes de mercado afirman que el banco de inversión se embolsó JPY15mm con esta operación.

Con todo esto, creemos que el lanzamiento generalizado de este tipo de activos es más que dudoso a corto plazo, al menos en las condiciones expuestas anteriormente. En cualquier caso lo que sí está claro es que los cambios regulatorios que se acuerden en los próximos meses irán en la dirección de incrementar la capacidad de absorción de pérdidas de la deuda bancaria más subordinada, bien incluyendo ciertas cláusulas, bien introduciendo bonos convertibles en *equity*, o mediante una combinación de ambas medidas.

### **Estrategia de inversión**

Dentro de nuestra estrategia de inversión de búsqueda de rentabilidad en el 1S10, estamos sobreponderando la deuda Tier 1 de los bancos europeos, aunque de una forma muy selectiva, tanto en nombres como en referencias.

**En cuanto a nombres**, recomendamos sobreponderar aquellos que no han recibido ayuda pública o que, de haberla recibido, bien la han devuelto ya o planean hacerlo a corto plazo. El motivo es que, tal y como muestra la tabla 3 y en cumplimiento con el concepto de *burden sharing*, la Comisión Europea ha prohibido el pago de cupones y ejercicio de *calls* a los bancos receptores de ayuda pública.



**Tabla 3 Imposiciones de la Comisión Europea a los principales bancos intervenidos**

Banco	Writedowns (€ mm)	Inyecciones de capital público (€ mm)	Otro soporte estatal	Reducc. balance (CE)	Años	Diferimiento de cupones (CE)	Intención/ capacidad de call (CE) <sup>1</sup>
CBK <sup>2</sup>	3.9	18.2	No	57%	5	Sí	No
WLB	2.7	5.0	<i>Risk shield</i> (€5+4mm)	50%	1.4	Sí	No
ING	13.1	10.0	<i>Illiquid asset back-up facility</i> (\$39mm)	55%	4	No	Prevía autorización de la CE caso por caso (3 años)
NRK <sup>3</sup>	2.2	3.8	Préstamo gob. (£10,9mm) <sup>4</sup>	46% <sup>5</sup>	2	Sí	No
RBS <sup>6</sup>	19.8	51.1	APS (£282bn)	46%	4	Sí	No
Lloyds	2.4	25.6	No	58%	5	Sí	No
Dexia	4.7	6.4	€100mm de garantías para nueva deuda + garantía sobre \$16,9mm de activos de FSA	NA <sup>7</sup>	NA	Sí	No
KBC	7.5	7.0	<i>Asset relief plan</i> (€20mm)	25% <sup>8</sup>	NA	No	No

Fuente: Comisión Europea, bancos, Bloomberg y Santander

<sup>1</sup> Los cupones de pago obligatorio (por lenguaje contractual) se pagarán independientemente de las condiciones de la CE. Los pagos vinculados a bancos rescatados (cupones, *calls*, *tenders*, intercambios, etc.) estarán sujetos a los conceptos de "*burden sharing*" y "*minimum necessary*".

<sup>2</sup> *Fundamentally sound* (cupón por ayuda pública <=9,3%).

<sup>3</sup> El *split Bad bank/good bank* requerirá capital adicional.

<sup>4</sup> El préstamo se incrementará en £8mm al finalizar la restructuración de Northern Rock para poder mejorar su liquidez.

<sup>5</sup> *Bad bank / good bank* (depósitos, préstamos de buena calidad crediticia, £5mm de nuevos préstamos al año).

<sup>6</sup> Si el ratio *core capital* <5% RBS recibirá £8mm adicional en forma de acciones B.

<sup>7</sup> El programa de restructuración de Dexia incluye: (i) concentración en *public finance* en Francia, Bélgica, Luxemburgo, Italia e Iberia, y banca privada y minorista en Bélgica, Turquía, Luxemburgo y Eslovaquia; (ii) venta del 20% de Credit du Nord a Societe Generale (€500mn).

<sup>8</sup> Reducción en RWA.

En los bancos no intervenidos estimamos un riesgo de extensión e impago de cupón muy limitado.

Por lo que respecta al pago de cupones es importante recordar que está vinculado, o bien al cumplimiento de los ratios de capital mínimos (cosa que hacen sobradamente la práctica totalidad de los bancos europeos actualmente) o bien a la decisión voluntaria de impago por parte del emisor. En este sentido, hasta el momento sólo ha existido el caso de Depfa, que además había registrado pérdidas y caídas significativas en sus niveles de solvencia.

De cara al futuro no esperamos impagos de cupones, en gran medida por el riesgo reputacional que tal decisión llevaría aparejada en el contexto actual de mercado. Además, el impago voluntario de cupones resultaría en la prohibición, por parte del regulador, de realizar *tenders* / intercambios posteriores de híbridos con el mismo grado de subordinación. En nuestra opinión, en un momento como el actual en el que las exigencias de capital son cada vez mayores, no creemos que los bancos opten por renunciar voluntariamente a las ganancias de capital derivadas de estas operaciones por debajo de la par.

Es importante subrayar, no obstante, que en el caso español y alemán el pago de cupones de deuda Tier 1 está vinculado a la obtención de beneficio anual por parte del emisor, aunque en Alemania la ley permite, en caso de pérdidas, el uso de reservas para pago de cupones opcionales. No obstante, la Comisión Europea ha prohibido esta práctica a medio plazo a los bancos que, como Commerzbank, han recibido ayuda estatal<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La Comisión Europea permite que Commerzbank sólo utilice las reservas para evitar *writedowns* del principal de los bonos, de acuerdo a la legislación alemana.



En este contexto, y siempre teniendo en cuenta que muchos híbridos cuentan con cláusulas (ACSM<sup>2</sup>, *dividend pushers / stoppers*, garantías, etc.) que hacen obligatorio el pago de cupones, creemos que nombres como Hypo Real Estate, IKB, o alguna de las cajas pequeñas-medianas españolas podrían tener más riesgo de impago de cupones a medio plazo.

Por lo que respecta al riesgo de extensión hasta vencimiento (no ejercicio de *calls*), lo consideramos también limitado en los nombres no intervenidos y de buena calidad crediticia pues en los últimos dos años se han ejercitado el 57% de las *calls*. De cara a los ejercicios 2010 y 2011 (tabla 4), sólo veríamos riesgo de extensión en los nombres intervenidos (Lloyds, WestLB, Allied Irish Bank, Dexia).

**Tabla 4 Bonos Tier 1 con fecha *call* hasta diciembre 2011**

Emisor	Nominal (€mn)	Fecha <i>call</i>	Divisa
Credit Agricole SA	600	04-Feb-10	EUR
Kaupthing Bank hf	175	27-Jun-10	EUR
Credit Agricole SA	466	30-Jun-10	EUR
Barclays plc	850	15-Dec-10	EUR
Danske Bank A/S	125	16-Dec-10	EUR
Allied Irish Banks plc	500	05-Feb-11	EUR
Barclays plc	1,443	15-Jun-11	USD
WestLB AG	231	30-Jun-11	USD
WestLB AG	240	30-Jun-11	EUR
Dexia SA	225	06-Jul-11	EUR
BNP Paribas SA	1,000	26-Sep-11	EUR
BNP Paribas SA	332	17-Oct-11	USD
Lloyds Banking Group plc	500	29-Nov-11	EUR
Barclays plc	875	15-Dec-11	USD

Fuente: Bondware

Por referencias, también seríamos muy selectivos en nuestras recomendaciones, basándonos en dos criterios: probabilidad de ejercicio de la *call* y rentabilidad.

En base a ellos y teniendo en cuenta los posibles cambios regulatorios (incluyendo el *grandfathering* del CEBS - ver tabla 2), hemos identificado cuatro grupos diferentes.

- 1. Bonos de bancos no intervenidos emitidos en 2009.** Con el objeto de ser bien aceptados en el mercado, los bancos que han emitido Tier 1 en 2009 han ofrecido, no sólo unos cupones muy elevados, sino también unos *step-ups* significativamente superiores a los de la medida del sector (700pb vs. 240pb), incrementando así su probabilidad de *call*. Cabe esperar que en 2010, y con unas condiciones de mercado similares a las de 2009, los bonos Tier 1 que se emitan ofrezcan también condiciones atractivas para el emisor.

Dentro de este grupo de bonos, y guiándonos además por criterios de valoración (básicamente su rentabilidad YTC y su alto nivel de *step-up*), hemos seleccionado las siguientes referencias:

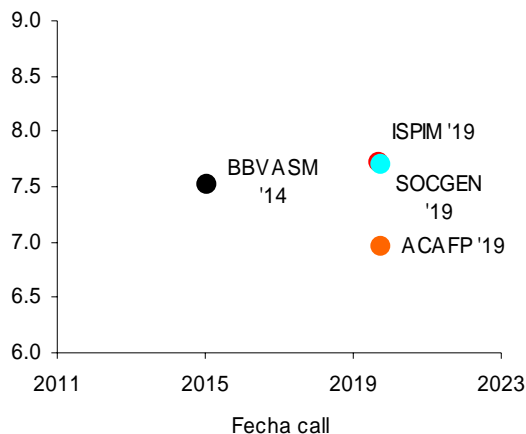
- **SOCGEN 9 3/8 2049-19**
- **ISPIM 8 3/8 2049-19**
- **ACAFP 7 7/8 2049-19**
- **BBVASM 8 1/2 2049-14**

<sup>2</sup> *Alternative Coupon Satisfaction Mechanism*. De acuerdo a esta cláusula, el banco que no pueda pagar cupones con beneficios distribuibles tendrá que emitir nuevo capital y transferir las acciones a un vehículo de financiación que pagará a los bonistas con las ganancias derivadas de la venta de acciones en mercado.



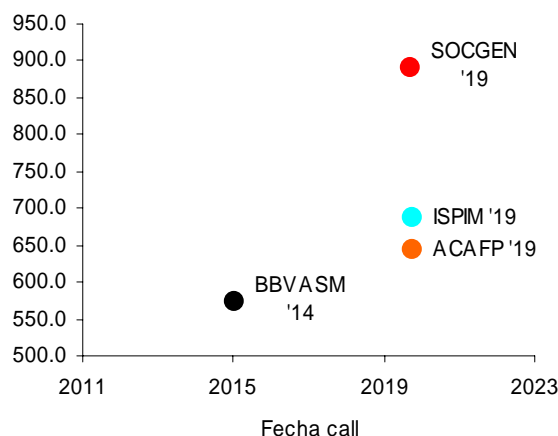


**Fig. 2 Selección de bonos Tier1 emitidos en 2009 – YTC (%)**



Fuente: Bloomberg

**Fig. 3 Selección de bonos Tier1 emitidos en 2009 – Step-up (pb)**



Fuente: Bloomberg

- 2. Bonos de bancos no intervenidos con fecha de *call* previa a 2012.** Aunque aún no se han concretado los detalles, todo apunta a que los cambios regulatorios en la estructura de capital de los bancos (entrada en vigor de nuevos híbridos – convertibles o no - con mayor capacidad de absorción de pérdidas) no entrarán en vigor antes de 2012. En este contexto, cabe esperar que los bancos de alta calidad crediticia y con acceso al mercado de capitales emitan en la mayor medida posible híbridos con el formato actual, más baratos que los nuevos super híbridos / CoCos, etc. más cercanos al *equity*. Estas nuevas emisiones servirán para refinanciar las referencias con fecha de *call* durante ese periodo de tiempo (2010 y 2011), con lo que esperamos que la probabilidad de *call* de estas referencias sea realmente alta.

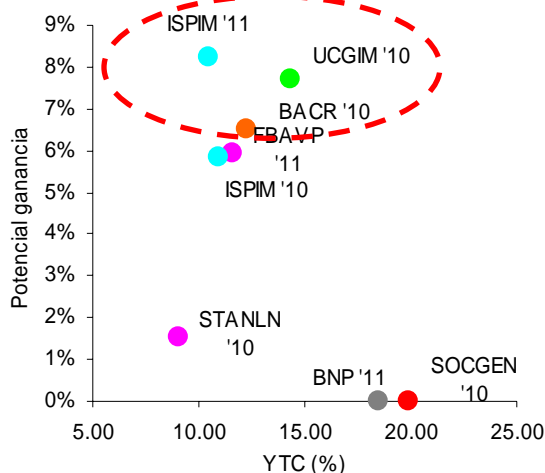
Dentro del grupo de bonos de bancos no intervenidos con fecha de *call* previa a 2012, recomendamos comprar las siguientes referencias en base a criterios de valoración, es decir, por el atractivo binomio entre su YTC y la potencial ganancia ante un estrechamiento de sus *spreads* hasta niveles pre-Lehman en un momento como el actual de normalización del crédito:

- **UCGIM 8,408% 2049-2010**
- **ISPM 6,988% 2049-2011**
- **BACR 7,5% 2049-2010**

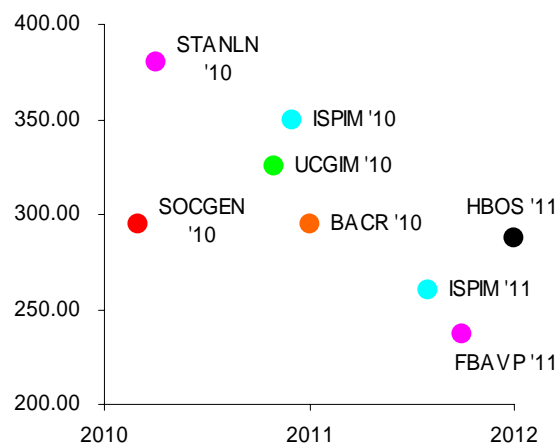




**Fig. 4 Bonos Tier1 con *call* anterior a 2012 – YTC vs. potencial ganancia ante estrechamiento hasta niveles pre-Lehman (%)**



**Fig. 5 Bonos Tier1 con *call* anterior a 2012 – Step-up (pb)**



Fuente: Bloomberg y Santander

Nota: la ganancia potencial de cada bono se calcula en base a su duración y al diferencial entre sus actuales niveles de *spread* y sus niveles pre-Lehman. Se encuentra expresado en valor relativo con respecto al nominal invertido.

3. **Bonos de bancos no intervenidos con fecha de *call* posterior a 2022.** De acuerdo a la propuesta del CEBS, los bonos Tier 1 actuales seguirán siendo elegibles para los ratios de capital bancarios durante 10 años desde que entre en vigor la nueva normativa (¿2012?). Por este motivo, creemos que los bonos que tengan la fecha de *call* durante estos 10 años no serán recomprados, ya que tendrían que refinanciarse con la nueva deuda Tier 1 que, al absorber pérdidas, será previsiblemente más cara de emitir para el emisor.

Sin embargo, una vez que se termine el *grandfathering* en 2022 (o se reduzca al 20-10%, según el CEBS), creemos que el incentivo de los bancos a recomprar sus bonos será mucho mayor, en tanto que ya no podrán ser computados en los ratios de capital. En este sentido, no descartamos tampoco *tenders* / intercambios masivos de híbridos por debajo de la par, aunque por encima de los niveles de mercado, como hemos visto en 2009.

Dentro de este grupo, vemos valor en las siguientes referencias:

- **BACR 6% 2049-32**
- **BACR 5.3304% 2049-36**
- **BNP 5.45% 2049-26**

4. **Bonos de bancos no intervenidos con fecha de *call* entre 2012 y 2022, pero con YTM elevados que compensen el riesgo de extensión.** Tal y como hemos dicho en el punto anterior, estimamos baja la probabilidad de *call* entre 2012 y 2022 si finalmente se aplica el *grandfathering* de 10 años propuesto por el CEBS.

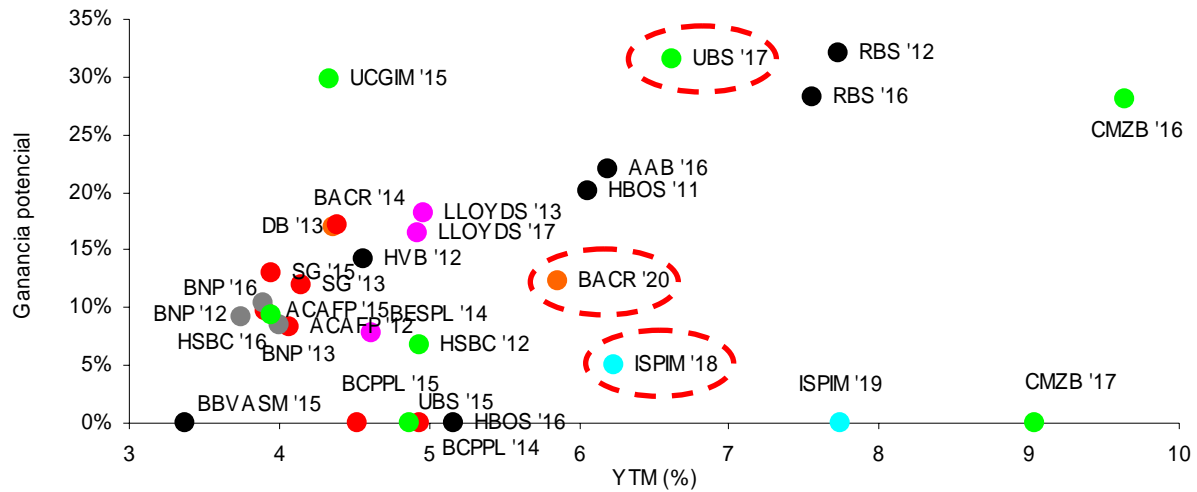
Sin embargo, incluso dentro de este grupo encontramos oportunidades atractivas en: (i) nombres con fundamentales sólidos y/o que han emitido con éxito deuda Tier 1 recientemente (lo que demuestra su capacidad de refinanciación); (ii) referencias con YTM elevados, que compensen el riesgo de extensión a perpetuidad; y (iii) con ganancias atractivas ante un potencial estrechamiento de sus *spreads* hasta niveles pre-Lehman.

En concreto, recomendamos comprar las siguientes referencias:



- UBS 7.152% 2049-17
- BACR 4 3/4 2049-20
- ISPIM 8.047 2049-18

**Fig. 6 Bonos Tier1 con call entre 2012 y 2022 –YTM vs. potencial ganancia ante un estrechamiento de sus spreads hasta niveles pre-Lehman (%)**



Fuente: Bloomberg y Santander

## Oficinas Locales

### Madrid

Tel: 34-91-257-2035  
Fax: 34-91-257-0252

### Lisboa

Tel: 351-21-389-3400  
Fax: 351-21-387 0175

### Londres

Tel: 44-20-7332-6900  
Fax: 44-20-7332-6909

### Milán

Tel: 39-02-8542-09810  
Fax: 39-02-8606-71648

### Bruselas

Tel: 32 2 286 5447  
Fax: 32 2 230 6724

### Paris

Tel: 33 15353 7000  
Fax: 33 15353 7060

### Frankfurt

Tel: 49 6959 67-6403  
Fax: 49 6959 67-6407

### Tokyo

Tel: 813-5561-0591  
Fax: 813-5561-0580

### Nueva York

Tel: 212-756-9160  
Fax: 212-407-4540

### Bogotá

Tel: 571-644-8008  
Fax: 571-592-0638

### Buenos Aires

Tel: 54114-341-1052  
Fax: 54114-341-1226

### Caracas

Tel: 582-401-4306  
Fax: 582-401-4219

### Lima

Tel: 511-222-1031  
Fax: 511-221-0577

### México DF

Tel: 525-629-5040  
Fax: 525-629-5846

### Santiago de Chile

Tel: 562-336-3300  
Fax: 562-697-3869

### São Paulo

Tel: 5511-3012-5721  
Fax: 5511-3012-7368

El presente informe ha sido preparado por Banco Santander S.A. y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre este emisor o valor, y, en su caso, atendiendo al contenido de los folletos registrados en la CNMV, disponibles tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras.

El presente informe no ha sido emitido para entregar a clientes particulares. La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Grupo Santander, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en valores de compañías que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán prestar ocasionalmente servicios de banca de inversión o de otro tipo, o solicitar operaciones y proponer negocios a cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptan ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o potenciales que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo.

© Grupo Santander 2009. Reservados todos los derechos.

