

Instrumentos híbridos de capitalización bancaria

Resumen

Este trabajo trata sobre el funcionamiento, el mercado y el marco regulatorio de los instrumentos financieros híbridos. Los instrumentos híbridos tienen características muy especiales. Si bien su estructura es la de un bono, el hecho de que sean profundamente subordinados, que tengan la posibilidad de no pagar intereses y una madurez muy larga lo asemejan a una acción. Desde que fue aprobada su inclusión como capital básico en 1998 se observó un rápido crecimiento a nivel mundial en la utilización de este tipo de instrumentos. En Argentina su uso fue aprobado por el BCRA en octubre de 2006 y desde entonces solo se realizó una emisión, la del Banco Macro, que se detalla más adelante. También se aborda el tema de los bonos híbridos desde la perspectiva del inversor, tomando en cuenta el riesgo y el costo asociado, como así también las regulaciones que lo protegen.

Marcos Rodríguez Alcobendas

Pedro Segismundo Kohn Tuli

Febrero 2007

Índice

I	Introducción	2
II	Comité de Basilea sobre supervisión bancaria (BCBS)	4
III	¿Por que regular la industria bancaria?	7
IV	Las propuestas de Basilea	¡Error! Marcador no definido.
IV.1	Basilea I	10
IV.2	Basilea II	11
IV.3	Características del bono para la inclusión al capital	13
V	El mercado de instrumentos híbridos de nivel 1.	15
V.1	Riesgos y beneficios	15
V.1.a	Beneficios	15
V.1.b	Riesgos	15
V.2	Valuación Teórica	16
V.3	Estructuras existentes	17
V.4	Comparación entre países	19
VI	Caso práctico: el Banco Macro	20
VII	Conclusión.....	23
VIII	Anexos.....	24
IX	Bibliografía	27

I Introducción

Una de las características del funcionamiento de los bancos es su baja capitalización. A causa de la fuerte competencia en el sector, el nivel de capital fue reduciéndose. Debido a ello en 1988 se llegó a un acuerdo entre diversos países para establecer niveles mínimos de capital, dado que este funciona como una red de seguridad ante cualquier imprevisto, y brinda protección a los depositantes absorbiendo posibles pérdidas transitorias.

El comité de supervisión bancaria de Basilea es el organismo que establece los estándares mundiales de políticas bancarias prudenciales. En 1988 se firmó el acuerdo de Basilea en el que se dividió el capital bancario en dos niveles, básico (menor riesgo) y complementario (mayor riesgo). En este acuerdo se contemplaba la posibilidad de utilizar instrumentos híbridos como capital complementario. Debido a que en algunos países se usaban estos tipos de instrumentos como capital básico como un mecanismo para abaratar el costo del mismo, en octubre de 1998 el comité de Basilea estableció ciertas pautas mínimas y límites máximos para la inclusión de los instrumentos híbridos dentro del capital básico (*Tier 1*). Desde entonces este tipo de instrumentos se viene utilizando con gran éxito en una gran cantidad de países. En Argentina, en cambio el BCRA autorizó la inclusión de instrumentos híbridos a partir de octubre de 2006, bajo la denominación de “instrumentos representativos de deuda”.

Estos instrumentos tienen características singulares, si bien su flujo de caja se parece mucho al de un bono, otros aspectos lo hacen más parecido a una acción, como por ejemplo el hecho de que sean subordinados, sean perpetuos o con plazos largos y que pueden dejar cupones impagos bajo determinadas circunstancias sin entrar en “default”.

Este trabajo consta de 3 secciones bien definidas, en la primera se desarrollan las pautas establecidas por el BCBS, en la segunda se presenta el marco teórico necesario para entender los instrumentos híbridos y en la tercera se muestra un caso práctico.

II Comité de Basilea sobre supervisión bancaria (BCBS)

El *Bank of International Settlements* (BIS) fue creado en 1930 a partir del Tratado de Versalles (1919), en el cual el banco debe hacer uso de los pagos de reparación que Alemania debía realizar por perder la guerra.

Desde su creación, dentro del BIS se crearon 4 diferentes comités:

- 1- El Comité sobre el sistema financiero global (1961).
- 2- El Comité de mercado (1962).
- 3- El Comité para la Supervisión Bancaria (1975)
- 4- El Comité de pagos (1990).

El Comité para la Supervisión Bancaria, creado por los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Diez, está compuesto por altos representantes de autoridades de supervisión bancaria y de bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Luxemburgo, Suecia, Suiza, los Países Bajos y el Reino Unido. Nació como consecuencia de la caída del *Herstatt Bank* de Alemania en 1974.

El objetivo del Comité es mejorar la comprensión y calidad de la supervisión bancaria, mejorando las técnicas de supervisión internacional dando pautas y estándares en aquellas áreas donde sea necesario.

En el año 1983, se volvió a insistir acerca del intercambio de información entre distintos entes de supervisión financiera nacionales, en un documento conocido como “*Concordat*”. Del mismo modo el comité propuso por primera vez la necesidad de adecuar los capitales de los bancos respecto de los activos e incursionó sobre el impacto que podrían ocasionar los productos derivado, como las opciones y los futuros, en el patrimonio de las entidades financieras.

Para el año 1988 el comité publica un documento acerca del uso de capitales mínimos de una entidad financiera. El documento introduce la idea de que los requerimientos de capital deben estar ligados a los activos y no a los pasivos, como era práctica común hasta ese entonces. Su éxito se basó en la aceptación universal de este concepto que estableció estándares contables y medidas para la supervisión bancaria, que luego fueron tomadas en cuenta por la mayoría de los entes regulatorios nacionales.

En 1992, el Acuerdo de Capitales (Basilea I) fue adoptado por todos los países del G-10, y muchas economías del resto del mundo (alrededor de 100 países). En esta ocasión, el comité reformuló la propuesta de 1983, introduciendo cambios en materia de legislación de los problemas del secreto bancario entre países y de la banca *Off-shore*. A partir de allí, la superintendencia bancaria se enfoca más en regular el manejo del riesgo crediticio, y no tanto en la superintendencia crediticia.

Ya para 1996 el comité, con el “*Amendment to the capital accord to incorporate market risks*”, introdujo la idea de regular no solo el riesgo crediticio sino también el riesgo de mercado que induce una entidad financiera en cualquiera de sus operaciones. Estos riesgos pueden ser riesgo de tasa de interés, riesgo de tipo de cambio, riesgo operativo, shocks externos, etc.

En 1998, el entonces presidente de la *Reserva Federal de Nueva York*, que luego fue presidente del Comité, defendía la necesidad de adoptar nuevos modelos de medición de riesgo. Una primera propuesta se planteó en junio de 1999 para introducir modificaciones a Basilea I, en la cual se establecía la reforma sobre la base de tres pilares:

- 1- Un nuevo sistema de cálculo para los requerimientos mínimos de capital.
- 2- La revisión y el refinamiento de las tareas de supervisión.
- 3- Un efectivo uso de las disciplinas de mercado.

Allí es cuando nace Basilea II. La idea era introducir este nuevo acuerdo de capitales a fines de 2004, pero debido a la gran discusión que acarrió esta nueva propuesta, se espera que Basilea II se empiece a aplicar en el 2006 y que para fines de 2007 este en su pleno funcionamiento.

III ¿Por que regular la industria bancaria?

La idea de legislar el negocio bancario es tratar de que el sistema sea más eficiente y seguro.

La industria, tiene básicamente cuatro principales funciones:

- 1- Sistema de pagos: bancos facilitan transacciones entre agentes (firmas y trabajadores, compradores y vendedores) gestionando el sistema de pagos.
- 2- Transformación de plazos: transforman activos líquidos de corto plazo demandados por el público en activos de alta iliquidez emitidos por las firmas.
- 3- Delegación de evaluación y monitoreo: los bancos evalúan a los prestatarios potenciales y monitorean a los actuales deudores en lugar de hacerlo el depositante.
- 4- Gestión del riesgo: los bancos se especializan en gestionar los riesgos asociados a la intermediación financiera.

Estas funciones hacen que la industria tenga un importante rol en la economía, por lo que una crisis tiene efectos mayores que una crisis en cualquier otra industria (*efecto universal*). Por otro lado, cuando un banco se cierra, este puede contagiar al resto de los bancos, y hacer que se pase de una crisis individual a una crisis general (*efecto contagio*).

La suma de estas dos externalidades justifica la existencia de la regulación y monitoreo de la industria por parte de las autoridades públicas. Generalmente la regulación y la supervisión están a cargo de los Bancos Centrales de los países.

Si un banco tiene un alto riesgo, existen diferentes medidas para la cual se puede amortiguar las pérdidas que pueden surgir los depositantes, llamadas *normas prudenciales*.

La industria conlleva básicamente dos problemas que se tienen que tener en cuenta. El primer problema es que como los bancos prestan el dinero de terceros, si un banco presta sin prever la posibilidad de que los deudores incumplan con sus pagos, el banco estaría arriesgando el dinero de los depositantes y no su propio dinero (*riesgo de solvencia*). El segundo problema es que como el plazo promedio de los pasivos de los bancos es menor al plazo promedio de los activos de los bancos, una entidad financiera podría incurrir en un descalce temporal (*riesgo de liquidez*). Como se dijo anteriormente, una entidad que incurra en alguno de estos problemas puede generar una vulnerabilidad en el sistema, inducida por el *efecto contagio*, que establece que la industria sea muy volátil.

El Cuadro que se expone a continuación ejemplifica la estructura del balance de un banco.

Cuadro I: Balance Bancario

Activo \$100	Disponibilidades (\$ 8)	Depósitos (\$ 60)	Pasivo \$89
	Títulos Valores (\$ 20)		
	Préstamos (\$ 62)		
	Inmovilizados (\$ 10)	Otros Pasivos (\$ 24)	PN \$11
		Deuda Subordinada (\$ 5)	
	Capital (\$ 11)		

En el caso en el cual, un banco tenga un patrimonio igual a cero, los depósitos se verían directamente afectados por una caída en los activos del mismo (incobrabilidad de un préstamo). Por lo que se exige a los bancos que tengan una cierta cantidad positiva de capital, siendo este el primer amortiguador frente a cualquier pérdida de valor de los activos (títulos) o de los activos mismos (prestamos). De esta forma, los

bancos no solo arriesgan su credibilidad frente a los depositantes, si no también arriesgan su propio dinero. La necesidad de arriesgar su propio dinero incentiva a un mejor cálculo de riesgos, mejorando la eficiencia y reduciendo las posibles externalidades negativas de la industria.

IV Las propuestas de Basilea

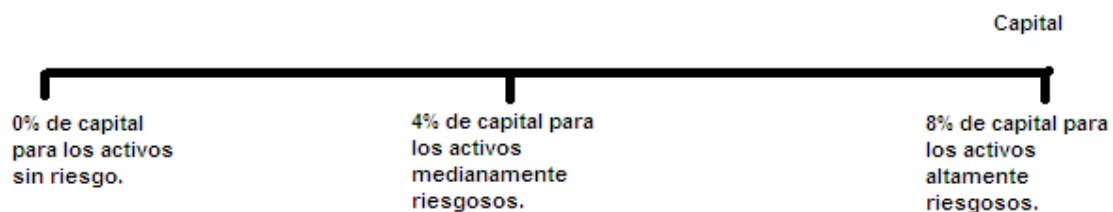
IV.1 Basilea I

Antes de la reforma del año 1988, las normas de la mayoría de los países fijaban los requisitos mínimos de capital como una fracción de los depósitos (pasivos) de los bancos (“*leverage ratio*”). A partir del 1 de julio de 1988 el Comité determinó que el capital no debe ser un porcentaje de los pasivos que tiene una entidad, sino un porcentaje de los activos ponderados por su riesgo (*Basilea I*). Se concluyó que el capital debía ser equivalente al 8% de los activos ponderados por su riesgo.

La noción de una proporción capital/activos resultó de observar el desempeño de los bancos bajo situaciones de “stress”, llegando a la conclusión de que es conveniente el provisionamiento adecuado de los activos riesgosos, en función de las pérdidas esperadas. Dicha previsión se realiza a través de un colchón de capital que el banco debe mantener a fin de absorber las posibles pérdidas resultantes de situaciones de crisis o stress¹.

Se acordó que había que ponderar los activos riesgosos de acuerdo a las siguientes propiedades:

- 1- Activos sin riesgo: 0% de ponderación.
- 2- Activos medianamente riesgosos: 50% de ponderación.
- 3- Activos altamente riesgosos: 100% de ponderación.



¹ “EL ACUERDO DE CAPITALES DE BASILEA II” por Martín Lagos (2004).

IV.2 Basilea II

El objetivo del nuevo Acuerdo fue claramente definido por el Comité de la siguiente manera: *“El Comité considera que se pueden obtener importantes beneficios en materia de política pública perfeccionando el marco regulatorio de capital en dos importantes dimensiones. En primer término, desarrollando una regulación que abarque no sólo los requisitos mínimos de capital, sino también su revisión y supervisión, así como la necesaria disciplina de mercado. En segundo término, incrementando substancialmente la sensibilidad al riesgo de los requisitos mínimos de capital”*².

Asimismo, el Nuevo Acuerdo está fundado alrededor de tres “pilares”:

- 1- Los requisitos mínimos de capital.*
- 2- El proceso de revisión y supervisión.*
- 3- El uso efectivo de la disciplina de mercado.*

El cuadro que se presenta a continuación explica las características de los “tres pilares”.

² *“Overview of the New Basle Capital Accord”*, Basle Committee on Banking Supervision, Abril 2003, Introducción, párrafo 2.

Cuadro II: Los tres pilares de Basilea II

Pilar I	Requerimientos Mínimos de Capital	Se calculan en base a los activos ponderados por su riesgo, con nuevos criterios que reflejen de manera más ajustada el cambio en el perfil de riesgo de las entidades.				
	Los riesgos a considerar son tres:					
	Riesgo de Crédito	<table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <td style="text-align: center;">Método Estandarizado (EE)</td> <td>Similar al Acuerdo vigente, pero introduce más categorías de riesgo y posibilidad de evaluaciones de riesgo otorgadas por agencias externas (ECAIs y ECAs).</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">Método Basado en Calificaciones Internas (IRB)</td> <td>Se proponen dos variantes: 1) Básico (FIRB): los bancos estiman sólo la probabilidad de incumplimiento (o default) para cada activo. Los otros indicadores y ecuaciones son provistos por el Comité de Basilea. 2) Avanzado (AIRB): los bancos estiman todos los indicadores cuantitativos que requieren las ecuaciones desarrolladas por el Comité de Basilea.</td> </tr> </table>	Método Estandarizado (EE)	Similar al Acuerdo vigente, pero introduce más categorías de riesgo y posibilidad de evaluaciones de riesgo otorgadas por agencias externas (ECAIs y ECAs).	Método Basado en Calificaciones Internas (IRB)	Se proponen dos variantes: 1) Básico (FIRB): los bancos estiman sólo la probabilidad de incumplimiento (o default) para cada activo. Los otros indicadores y ecuaciones son provistos por el Comité de Basilea. 2) Avanzado (AIRB): los bancos estiman todos los indicadores cuantitativos que requieren las ecuaciones desarrolladas por el Comité de Basilea.
	Método Estandarizado (EE)	Similar al Acuerdo vigente, pero introduce más categorías de riesgo y posibilidad de evaluaciones de riesgo otorgadas por agencias externas (ECAIs y ECAs).				
Método Basado en Calificaciones Internas (IRB)	Se proponen dos variantes: 1) Básico (FIRB): los bancos estiman sólo la probabilidad de incumplimiento (o default) para cada activo. Los otros indicadores y ecuaciones son provistos por el Comité de Basilea. 2) Avanzado (AIRB): los bancos estiman todos los indicadores cuantitativos que requieren las ecuaciones desarrolladas por el Comité de Basilea.					
Riesgo de Mercado	No se modifica el Acuerdo vigente					
	Riesgo Operativo	Se considera en particular este riesgo que estaba implícito en los otros riesgos del Acuerdo vigente. Se permiten tres métodos de cálculo: <ol style="list-style-type: none"> 1) Indicador básico, 2) Estándar y 3) Avanzado (AMA) 				
Pilar II	Proceso de Supervisión Bancaria	Se le otorga un rol fundamental y los principios básicos son: <ol style="list-style-type: none"> 1) Los bancos deberán contar con un proceso para evaluar la suficiencia de capital total en función de su perfil de riesgo y con una estrategia de mantenimiento de sus niveles de capital. 2) Los supervisores deberán examinar las estrategias y evaluaciones internas de la suficiencia de capital de los bancos así como la capacidad de estos para vigilar y garantizar su cumplimiento y deberán intervenir cuando no queden satisfechos con el resultado. 3) Los supervisores deberán esperar que los bancos operen por encima de los coeficientes mínimos de capital y deberán tener la capacidad de exigirles que mantengan capital por encima del mínimo. 4) Los supervisores deberán intervenir con prontitud para evitar que el capital descienda por debajo de los mínimos y deberán exigir la inmediata adopción de medidas correctivas. 				
Pilar III	Disciplina de Mercado	Se establecen requerimientos de divulgación de la información con el objetivo de permitir a los participantes del mercado evaluar el perfil de riesgo del banco. Esto por cuanto los nuevos métodos de estimación de riesgo que se introducen dependen en mayor medida de las estimaciones de las propias entidades.				

IV.3 Características del bono para la inclusión al capital

Basándose en el Pilar número 1 que trata sobre la exigencia de capitales mínimos, y debido al creciente uso de instrumentos híbridos como *Tier 1*, el comité estableció en 1998 ciertos requisitos mínimos para que estos puedan ser considerados capital básico. Estos requisitos son básicamente necesarios para que los bonos se asemejen más al capital accionario que a la emisión de cualquier obligación negociable común. A estas disposiciones habría que sumarle también la idea de que cada banco deberá presentar periódicamente toda información relevante con respecto a cada componente de su capital Tier 1.

A continuación se mencionan los requisitos:

- Haber sido suscriptos y totalmente integrados.
- Los cupones impagos no pueden ser diferidos ni acumulables.
- Aptos para absorber pérdidas frente a distintas eventualidades del banco.
- Júnior respecto a depositantes, acreedores en general y deuda subordinada del banco.
- Permanentes.
- No deben estar asegurados ni cubiertos por alguna garantía del banco, de tal forma que ganen “*seniority*” frente a otros acreedores.
- Deben tener una opción de rescate, por iniciativa del emisor, con un plazo mínimo de 5 años. El rescate debe ser aprobado por el ente regulador y bajo la condición de que este será reemplazado con capital de igual o mejor calidad.
- Ser instrumentos fácilmente entendibles y que sean dados a conocer públicamente.

- Dependiendo de la estructura que se tome a la hora de la emisión, o los fondos derivados de la misma deben estar disponibles inmediatamente para el banco o totalmente disponibles para un “*Special Purpose Vehicle*” (SPV).
- El banco debe tener completa discrecionalidad sobre el monto y plazo en el cual se distribuyen dividendos.
- Las distribuciones tienen que provenir de ítems distribuibles, y una vez fijados no puede haber cambios en función de la calidad crediticia del emisor.
- Pueden existir distintos “step-ups” en la tasa de interés, dependiendo de la estructura que se elija.

V El mercado de instrumentos híbridos de nivel 1

V.1 Riesgos y beneficios

V.1.a Beneficios:

Tanto la regulación como la implementación del bono híbrido al capital conlleva distintos beneficios no solo al banco sino también al mercado de capitales en su conjunto. Desde el punto de vista del inversor este tipo de bonos puede ser más rentable que cualquier bono u obligación negociable común, y a su vez los riesgos que implican poseer un bono de estas características pueden ser limitados. Claramente el abanico de posibilidades de inversión se amplía con la aparición de este tipo de instrumentos.

Desde el punto de vista del banco los beneficios por emitir bonos híbridos son aun mayores. El hecho de que se pueda incluir el bono como capital (primario o secundario) es algo altamente positivo para el desempeño del banco. De esta forma los accionistas pueden llegar a aumentar su capital sin diluir el control del banco como sucede en una emisión de acciones. También estas emisiones son muy eficientes ya que bien estructuradas pueden ser deducible de impuestos, por otra parte el mercado las valúa de forma similar a cualquier bono común.

V.1.b Riesgos:

El posicionamiento en este tipo de instrumentos expone al inversor a distintos riesgos que hay que destacar. El primer riesgo que surge es que un cupón no sea pagado, y como estos no son acumulables, el inversor puede perder parte de la renta esperada.

El siguiente riesgo significativo aparece cuando el banco no rescata el bono dentro del plazo que el mercado piensa que lo va a rescatar. Cualquier método de valuación del híbrido supone que la probabilidad de que este sea rescatado es muy alta; ello debido a que el banco querrá rescatarlos para dar al mercado una señal de que no

esta teniendo problemas financieros. Como el acceso a los mercados es vital buscaran todas las alternativas posibles para evitar diferir un pago. También ciertos tipos de bonos tienen un “step-up” en la tasa de interés, luego del vencimiento del primer call, lo cual constituye un incentivo adicional, para que el banco rescate el bono evitando dar malas señales al mercado. Hasta hoy solo se registra un episodio en el cual un banco no rescato el bono en el primer vencimiento de la opción, este fue el caso del *Swedbank* que emitió un bono híbrido en octubre de 1993, con el primer vencimiento en 1998³.

El tercer riesgo involucrado es el que aparece cuando el banco se declara en quiebra. Cuando este es liquidado, al ser un bono junior, el inversor queda con prelación solo frente a los accionistas, por lo que el valor de recupero frente a una quiebra es muy bajo.

V.2 Valuación Teórica

Para valorar un bono de estas características es necesario entender bien su funcionamiento y las condiciones de emisión del mismo. En primer lugar, habría que hacer diferentes supuestos para poder llegar a algún método de valuación genuino y comparable.

Estos son:

- El banco rescata el bono en el primer call. De esta forma, un bono que pareciera ser perpetuo tiene una madures efectiva, que suele ser como mínimo 10 años, dependiendo de las regulaciones de cada país. Este supuesto se basa en la idea de que al banco siempre le conviene ejercer su derecho de call sobre el bono, evitando así dar malas señales al mercado.

³ El banco no rescato el bono en el primer vencimiento pero si lo hizo en 1999, en su segundo call. En el banco confirmaron que esto fue un error administrativo, que los llevo a pagar mayor tasa de interés a causa del step-up.

- Al igual que el supuesto anterior, con el objetivo de no dar malas señales al mercado, el banco nunca va a dejar de pagar algún cupón durante los 10 años de vida útil del mismo. Este supuesto se basa en que nunca, desde que Basilea aprobó el uso de estos bonos, algún banco no pago cupón y que también los bancos que emiten este tipo de instrumentos son considerados bancos “*demasiado grandes como para quebrar*”.⁴

En segundo lugar, habría que establecer que tipo de bono híbrido se quiere valorar.

Los diferentes tipos de bonos se explican en la sección V.3.

Por último se debe encontrar la tasa interna de retorno en el flujo de caja de un bono con cupones semianuales. En la sección VII, donde se ve un caso práctico sobre el Banco Macro de Argentina, se va a proceder a valorar este instrumento, bajo estos supuestos.

V.3 Estructuras existentes

Hoy en día existen distintas estructuras de instrumentos híbridos aceptadas mundialmente.

Una vez planteadas las reglas de juego por parte de BIS, el mercado fue ajustando de acuerdo a las necesidades de los inversores para que el abanico de posibilidades sea aun mayor. Actualmente la estructura que predomina en el mercado es la *Vanilla*, que constituye alrededor de un 50% del total. Las diferentes estructuras implican diferentes riesgos para los inversores, y son las siguientes:

Vanilla: Como ya mencionamos, esta es la estructura mas común que existe hoy en el mercado. Las características principales de este tipo de bono son que las emisiones son perpetuas y que tienen un “step-up” de la tasa de interés con opción de rescate. Cabe destacar que esta estructura solo tiene prelación respecto a las acciones en caso de

⁴ Morgan Stanley (2003)

liquidación. Existen dos formas de emitir estos títulos: a través de un *Special Purpose Vehicle* (SPV) y garantizada por el banco, en cuyo caso suele ser deducible de impuestos, y emitidas directamente por la entidad, aunque no deducibles. Los bonos vanilla pueden llegar a tener distintas cláusulas para mejorar la posición del inversor o del mismo banco. Como por ejemplo; de interrupción de dividendos, de recompra de acciones en caso de un impago parcial de los cupones del instrumento o el derecho de rescate de la emisión en caso de perder su estatus de Nivel 1.

No-innovadoras: Esta estructura es muy similar a la vanilla con la única diferencia que no tienen un “step-up” explícito en la fecha de rescate, sino que existe un mecanismo mediante el cual los cupones posteriores a la fecha de rescate deben ser financiados a través de la venta de acciones, lo que equivale a un “step-up” implícito.

Emisiones directas: La diferencia en este caso, es que son directamente emitidas por el banco, deducibles de impuestos, y los cupones pueden ser diferidos y acumulativos, lo que genera una disminución en el riesgo del inversor.

Cancelación en acciones (Equity settlements): La única diferencia con los bonos emitidos bajo la estructura vanilla es que si las emisiones no son rescatadas a un momento establecido, el poseedor del bono tendrá una opción de venta sobre el mismo, es decir, el derecho a devolverlas a la par, en cuyo caso el emisor estará obligado a emitir nuevas acciones.

Emisiones de nivel 1 datadas (“Dated Tier 1”): En este caso, el bono tiene una fecha de madurez, con un “step-up” en la tasa de interés asociado a la opción de rescate. Al tener una fecha de vencimiento, este tipo de instrumento tiene menos volatilidad en el spread, ya que se elimina la posibilidad de permanecer con un instrumento perpetuo.

V.4 Comparación entre países

- **Estados Unidos:** La Reserva Federal (FED) autoriza la implementación de estos bonos como capital siempre y cuando se cumplan ciertos requisitos. Para que puedan ser considerados como capital *Tier 1*, estos tienen que ser de carácter perpetuo, y que el pago de dividendos se pueda diferir. A diferencia de otros entes reguladores, la FED es bastante flexible ya que permite que los cupones sean acumulativos y que los dividendos puedan ser diferidos hasta 5 años, siempre y cuando estos sean emitidos a través de un *SPV*.

Para que estos instrumentos sean considerados como *Tier 2*, los requisitos a cumplir son los siguientes: no asegurados, totalmente integrados y pagados al momento de emisión, autorizados por la Reserva Federal.

- **Reino Unido:** Aquí los requisitos para la implementación de instrumentos híbridos de capitalización bancaria son diferentes. El *Financial Service Authority*, plantea que los bancos deberían ser capaces de no pagar el interés o dividendo; que este tiene que ser no acumulativo; puede haber cierto “step up” en la tasa de interés, y subordinado a todas las restantes deudas, con excepción del capital accionario.

- **México:** Dentro de los países latinoamericanos, México permite la implementación de estos instrumentos siempre y cuando estos: tengan un plazo mínimo de 10 años, una prelación inferior a la deuda subordinada, valor nominal pagadero al vencimiento, y no tener garantías específicas por parte del emisor.

- **Brasil:** En este caso, la emisión de bonos híbridos no puede ser computada como Tier 1 sino como Tier 2 únicamente. Así mismo, estos deben ser subordinados de las demás deudas, deben permitir la postergación de pagos en tanto no haya distribución de dividendos, y no pueden ser rescatados por iniciativa de los acreedores.

VI Caso práctico: El Banco Macro

El objetivo en esta sección es comparar los diferentes costos en los que el Banco Macro puede incurrir a la hora de emitir tanto acciones, bonos Tier 1 u obligaciones negociables. Definimos al costo de emitir acciones como el retorno requerido por los accionistas para mantener alguna posición de acciones, y el costo de los bonos como el rendimiento de estos.

Para calcular el retorno esperado de los accionistas, utilizamos el modelo de valuación CAPM, que define al retorno esperado como:

$$E(R) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$E(R)$ es el retorno esperado de los accionistas, R_f es la tasa libre de riesgo (generalmente se utiliza la del gobierno de los Estados Unidos), β es una medida de riesgo de la acción dentro de un portafolio bien diversificado, en este caso el riesgo país está incluido en el β , al ser el beta del ADR que cotiza en NYSE, y R_m es el rendimiento esperado del portafolio de mercado.

Hablando sobre una breve reseña del banco, se puede decir que este es uno de los bancos con mayor crecimiento en los últimos 7 años. Luego de la crisis que vivió la Argentina en el año 2002, en la cual se desplomó el sistema financiero en su conjunto, el banco consolidó su crecimiento luego de diferentes adquisiciones de distintos bancos regionales, y una estrategia muy agresiva, apostando a la recuperación del país y del sistema financiero local. Para esto el banco decidió capitalizarse mediante distintos instrumentos. Empezó con una simple emisión de acciones a nivel local, continuó con un IPO⁵ en el New York Stock Exchange, y a fin del año 2006, el banco decidió

⁵ Initial Public Offering

empezar un programa de emisión de deuda de 450.000.000 U\$D con vencimiento en el 2006.

El programa consintió en diferentes emisiones, la primera en diciembre del 2006, con un bono híbrido. Primero se colocaron 150.000.000 U\$D a una tasa del 9.75% anual hasta diciembre del 2016, y a partir de allí a una tasa equivalente a la tasa LIBOR de 6 meses mas 7.11%. En esa misma fecha, el banco tiene una opción de compra, para poder recomprar la deuda en el mercado y no pagar un “step-up” en la tasa. Los intereses se pagan semestralmente, lógicamente los cupones no son acumulativos o diferibles, y son considerados júnior con respecto a cualquier otra deuda emitida por el banco. El banco utilizo este dinero para capitalizarse, y la colocación fue en Asia, Europa y EEUU.

También, el banco en enero del 2007 emitió obligaciones negociables con vencimiento en 2017. En este caso el costo del banco fue del 8.5% y las condiciones de emisión fueron similares a la del bono híbrido. En el anexo I se adjunta una descripción de ambos bonos según la compañía de servicios de información “*Bloomberg*”.

Claramente, existe un spread de 125 punto básicos pagados por el banco en la emisión del bono híbrido. Al existir mayores riesgos en este tipo de instrumentos, el mercado le exige una sobretasa, que se ve reflejada en el precio de corte de los mismos. Cabe aclarar que hoy en día el Banco, tiene un exceso de capital que le permitiría crecer por los próximos 7 años a una tasa considerable, y que la razón por la cual emitió el bono híbrido no fue por la falta de capital, sino por una estrategia de marketing hacia los inversores internacionales que apostaban a la recuperación del sistema financiero argentino.

Para comprar el costo de emitir acciones, vamos a utilizar el costo en dólares requerido por los inversores en el NYSE. Para eso medimos el training del banco de los

últimos 8 meses. Vamos a utilizar una tasa libre de riesgo del 4.7% (el rendimiento de un bono americano a 10 años, un “Equity Risk Premium” ($R_m - R_f$) del 4.4%, algo utilizado comúnmente por los analistas, y el Beta del banco es actualmente de 1.4.

$$E(R) = 4.7\% + 1.4 * (4.4\%) = 10.86\%$$

Calculando el rendimiento de la Obligación Negociable emitida por el banco (ver anexo II) podemos ver que este cotiza con un rendimiento del 8.77%. Y analizando el rendimiento del bono híbrido (ver anexo III) podemos ver que el costo para el banco es del 9.81%.

Se observa que el costo de emitir una ON, en comparación de cualquier otra alternativa de financiación, es mucho menor. Esto es lógico debido a que el riesgo es menor en el caso de las ON's.

También se puede ver que el costo de emitir el bono híbrido es menor al de emitir acciones, por lo que al banco le va a convenir; siempre y cuando el ente regulatorio le permita emitir este tipo de instrumentos. Esto es debido a la simple razón de que con los bonos híbridos, los accionistas no van a diluir el control del banco.

VII Conclusión

Como conclusión, se puede decir que la inclusión de este tipo de instrumentos fue muy beneficiosa para el mercado en su conjunto.

Hoy en día, y más en países como la Argentina, los bancos necesitan capitalizarse para continuar mejorando su capacidad prestable y así contribuir al crecimiento sustentable del país. La inclusión de un instrumento como el bono híbrido Tier I, ayuda claramente al sistema financiero a consolidarse y a crecer sustancialmente.

En el caso del Banco Macro, en el cual el programa de emisión consistía no solo en un bono híbrido, sino también en una serie de obligaciones negociables, la inclusión de Bono Tier I fue más una estrategia de marketing, que una forma de capitalizarse. En la actualidad esta entidad es considerada líder del sistema financiero en capitalización, por lo que no era necesario la inclusión del mismo, pero de esta forma el banco se asegura un crecimiento sostenido por los próximos 7 años. El Banco Macro fue el pionero en la Argentina en introducir al mercado este tipo de bonos, y claramente la colocación y su instrumentación fue un éxito, por lo que se puede suponer que esta colocación no va a ser la última en el mercado argentino.

VIII Anexos

Anexo I:

Obligación Negociable

DES

P235 Corp DES

DESCRIPCIÓN DEL VALOR

Pág 1/ 1

BANCO MACRO SA BMAAR 8 1/2 02/17 NOT PRICED

INFORMACIÓN EMISOR	IDENTIFICADOR	
NombrBANCO MACRO S.A.	Common 028507160	1) Más información
Tipo Bancos fuera de EEUU	ISIN US05963GAC24	2) ALLQ
Mercado emisor Emisión privada	CUSIP 05963GAC2	3) Acciones corporativa
INFORMACIÓN DEL VALOR	RATINGS	
País AR Divisa USD	Moody's B2	4) Ratings
Colateral Notas	Fitch B+	5) Notas
Cálculo (1)STREET CONVENTION	Composite B	6) IDs
Vcto 2/ 1/2017 Serie 144A		7) Responsabilidad
NORMAL		8) Partes interesadas
Cupón 8 1/2 Fijo		9) Información emisor
S/A 30/360		10) Fuentes de precios
Fecha de anuncio 1/23/07	Emitido agr/vivo *	11) Valores relacionados
Fecha devengo 1/29/07	USD 150,000.00 (M)/	12) Página web emisor
1ra liquidación 1/29/07	USD 150,000.00 (M)	
1er cupón 8/ 1/07	Denom mín/incremento	
Precio 100.0000	100,000.00/ 1,000.00	
	Vlr nominal 1,000.00	
	BOOK RUNNER/BOLSA	
SIN PROSPECTO DTC	CS-sole	65) DES antigua
	TRACE	66) Enviar adjunto

ISS'D UNDER 144A W/REG RIGHTS. LONG 1ST CPN.

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg L.P.
 H242-469-0 20-Feb-2007 16:59:01

Bono Híbrido

DES

P235 Corp DES

DESCRIPCIÓN DEL VALOR

Pág 1/ 3

BANCO MACRO SA BMAAR Var 36-16 102.6167/102.8667 (9.33/9.29) BGN @ 2/19

INFORMACIÓN EMISOR	IDENTIFICADOR	
NombrBANCO MACRO S.A.	ISIN USP1047VAB38	1) Más información
Tipo Bancos fuera de EEUU	BB Number EG0455006	2) Calendario call
Mercado emisor Eurodólar		3) ALLQ
INFORMACIÓN DEL VALOR	RATINGS	
País AR Divisa USD	Moody's B3e	4) Acciones corporativa
Colateral Subordinado jr	Fitch B-	5) Ratings
Cálculo (1010)FIX-TO-FLOAT BONDS	Composite B-	6) Notas
Vcto 12/18/2036 Serie REGS		7) IDs
CALLABLE CALL 12/18/16@ 100.00		8) Tarifas/Restric.
Cupón 9 3/4 Variable		9) Responsabilidad
S/A ISMA-30/360		10) Partes interesadas
Fecha de anuncio 12/11/06	Emitido agr/vivo *	11) Información emisor
Fecha devengo 12/18/06	USD 150,000.00 (M)/	12) Fuentes de precios
1ra liquidación 12/18/06	USD 150,000.00 (M)	13) Valores relacionados
1er cupón 6/18/07	Denom mín/incremento	14) Página web emisor
Precio 100	100,000.00/ 1,000.00	
	Vlr nominal 1,000.00	
	BOOK RUNNER/BOLSA	
SIN PROSPECTO	CS,UBS	65) DES antigua
	NOT LISTED	66) Enviar adjunto

CPN RT=9.75% TO 12/16; THEREAFTER 6MO LIBOR + 711BP.

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg L.P.
 H242-469-0 20-Feb-2007 17:00:33

FECHA	DIAS	V Res	INT	Amort	Flujo	TASA	MD
21-Feb-07					-99,85000		7,3831
01-Ago-07	161	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	
01-Feb-08	184	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,0375
01-Ago-08	182	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,0552
01-Feb-09	184	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,0716
01-Ago-09	181	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,0867
01-Feb-10	184	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1006
01-Ago-10	181	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1133
01-Feb-11	184	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1250
01-Ago-11	181	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1357
01-Feb-12	184	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1454
01-Ago-12	182	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1542
01-Feb-13	184	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1622
01-Ago-13	181	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1694
01-Feb-14	184	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1758
01-Ago-14	181	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1816
01-Feb-15	184	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1867
01-Ago-15	181	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1911
01-Feb-16	184	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1950
01-Ago-16	182	100,00	4,2500	0,00	4,2500	0,04250	0,1984
01-Feb-17	184	0,00	4,2500	100,00	104,2500	0,04250	4,9353
				TIR	8,77%		

Anexo III

FECHA	DIAS	V Res	INT	Amort	Flujo	TASA	MD
21-Feb-07					-102,74000		7,4975
18-Jun-07	117	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	
18-Dic-07	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,0368
18-Jun-08	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,0569
18-Dic-08	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,0755
18-Jun-09	182	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,0927
18-Dic-09	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,1085
18-Jun-10	182	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,1230
18-Dic-10	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,1363
18-Jun-11	182	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,1485
18-Dic-11	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,1596
18-Jun-12	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,1697
18-Dic-12	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,1788
18-Jun-13	182	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,1870
18-Dic-13	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,1944
18-Jun-14	182	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,2010
18-Dic-14	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,2068
18-Jun-15	182	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,2119
18-Dic-15	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,2164
18-Jun-16	183	100,00	4,8750	0,00	4,8750	0,04875	0,2203
18-Dic-16	183	0,00	4,8750	100,00	104,8750	0,04875	4,8100
				TIR	9,81%		

IX Bibliografía

- “EL ACUERDO DE CAPITALES DE BASILEA II” *por Martín Lagos, SEDESA (2004).*
- “INTERNATIONAL CONVERGENCE OF CAPITAL MEASUREMENT AND CAPITAL STANDARDS”, *Basle Committee on Banking Supervision (1988).*
- “OVERVIEW OF THE NEW BASLE CAPITAL ACCORD”, *Basle Committee on Banking Supervision (2003).*
- “BASILEA II: HACIA UN NUEVO ESQUEMA DE MEDICIÓN DE RIESGOS” *Rubén Marasca, María Figueroa, Darío Stefanelli y Ana María Indri (2003).*
- “OVERVIEW OF THE AMENDMENT TO THE CAPITAL ACCORD TO INCORPORATE MARKET RISKS”, *Basle Committee on Banking Supervision (1996).*
- “IMPLEMENTATION OF THE BASEL CORE PRINCIPLES FOR EFFECTIVE BANKING SUPERVISION, EXPERIENCES, INFLUENCES, AND PERSPECTIVES”, *Staff of the World Bank and the International Monetary Fund (2002).*
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES - *Comité de Basilea, Comunicados de Prensa, Varios.*
- BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, *Documentos varios*
- INSTRUMENTOS HIBRIDOS DE CAPITALIZACION BANCARIA, *Miguel Delfines y Cristina Pailhe (2006).*
- MORGAN STANLEY, *Fixed Income Research Europe: Bank Capital A-Z (2003).*