

¿QUIÉN TEME A LOS “CoCos”?

ESPECIAL REFERENCIA A LA EMISIÓN DE CoCos DE BANCO SANTANDER

Alicia Agüero Ortiz

Centro de Estudios de Consumo
Universidad de Castilla-La Mancha

Fecha de publicación: 20 de octubre de 2014

A) CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS CONTINGENTEMENTE CONVERTIBLES

1. Los CoCos

Los CoCos son valores híbridos de deuda y capital, instrumentos de deuda contingentemente convertibles por entidades de crédito en acciones (por ejemplo, bonos contingentemente convertibles o participaciones preferentes contingentemente convertibles). Es decir, son bonos o participaciones preferentes que serán convertidos necesariamente en acciones de la entidad, en caso de producirse un evento predeterminado (“*trigger event*”)¹, relacionado con el compromiso de la solvencia de la entidad emisora. Estos valores reúnen las propiedades típicas de los instrumentos financieros de deuda y de capital. Así, los CoCos actúan en un primer momento como un instrumento de deuda por el que los tenedores perciben una remuneración; pero, ante la concurrencia del *trigger* –que puede no darse nunca- serán necesariamente convertidos en capital ordinario de la entidad (acciones), absorbiendo sus pérdidas o necesidades de capital. Consecuentemente, en ese caso el inversor verá devaluado el rango de su crédito en un eventual concurso de acreedores pues, mientras los bonos o participaciones preferentes se sitúan en el orden de prelación por delante de los accionistas ordinarios, una vez convertido en accionista perderá tal prelación, situándose por delante sólo de los créditos previstos en los apartados 6 y 7 del art. 92 LC. Esto es así al menos en términos teóricos; en términos prácticos, el *bail-in* de una entidad financiera arrastra por igual a accionistas, partícipes

¹ De ahí que su denominación incluya el calificativo “contingente”, pues pueden ser convertidos o no, en función de que ocurra la contingencia predeterminada (*trigger*) o no.

preferentes y partícipes “contingentes” y lo lógico es que ninguno de ellos cobre en la liquidación o reestructuración colectiva.

Respecto a sus características como instrumentos de deuda, los bonos o participaciones preferentes contingentemente convertibles, son bonos o participaciones preferentes que carecen del rango del crédito del partícipe preferente, aunque, en última instancia ello tiene escasa relevancia práctica, como expondremos, pues no hay diferencia real entre ocupar el penúltimo lugar o el último lugar en el orden de cobro en un eventual concurso. Por lo que respecta a su virtualidad como instrumento de capital, se insiste en que los tenedores de CoCos no se beneficiarán del crecimiento del capital de la entidad cuando las cosas vayan bien (percibirán su remuneración prefijada, a diferencia de los accionistas que en buenos tiempos recibirán mayores dividendos). Pero no es menos cierto que no se verán perjudicados cuando las cosas vayan mal sufriendo las devaluaciones del precio de las acciones o las cancelaciones de reparto de dividendos, salvo que se produzca el *trigger*. Como el preferentista, tampoco tendrá el tenedor de CoCos derechos políticos –que sí tiene el accionista-, hasta que el *trigger* se haya producido. No obstante, esa supresión de los derechos de voto es lo que precisamente propicia la elevada y fija remuneración del producto, con beneficio del dividendo preferente² (art. 99 LSC), privilegio en caso de reducción de capital por pérdidas (art. 100 LSC), y –según las condiciones particulares de la emisión- el privilegio en la cuota de liquidación (art. 101 LSC³). Finalmente, la ESMA⁴ recoge algunos riesgos potenciales de los CoCos: (i) el riesgo de cancelación de la remuneración, facultad discrecional del emisor⁵; (ii) riesgos desconocidos dada la innovadora estructura del producto que aún no ha sido sometida a prueba; y (iii) el equilibrio entre la remuneración o rendimiento y el riesgo soportado, pues la ESMA se cuestiona si los inversores son realmente conscientes de los riesgos que comportan los CoCos, y si se ven realmente compensados por el rendimiento que ofrecen. En cualquier caso, todos estos riesgos están igualmente presentes

² En caso de contar con beneficios distribuibles la entidad estará obligada a satisfacer la remuneración de estos productos, lo que no ocurre en caso de reparto de dividendos de accionistas ordinarios, que están sujetos al acuerdo de la Junta General.

³ Que, por ejemplo, en la emisión de CoCos de Banco Santander no se pierde.

⁴ Cfr. Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible Instruments, ESMA, 31 July 2014.

http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-944_statement_on_potential_risks_associated_with_investing_in_contingent_convertible_instruments.pdf

⁵ Lo que es común las ppf y otros instrumentos de deuda (instrumentos de capital de nivel 1) de conformidad con el art. 52.1.I.iii del Reglamento 575/2013 “CRR” y la DA 1ª de la Ley 10/2014 de 26 junio.

en el resto de productos híbridos. Es más, el riesgo, notoriamente, no está en el producto sino en la entidad, en su solvencia. Y ello es mucho más claro y transparente en el caso de los CoCos que en cualquier otro producto financiero: las pérdidas se sufrirán cuando la entidad alcance cierto nivel de insolvencia – predeterminado en la emisión-, por haberse cumplido el riesgo, a saber, que la entidad devenga “casi” insolvente –riesgo básico en todos los productos de inversión-.

Sin embargo, no todo son perjuicios. Los CoCos permiten al tenedor percibir una remuneración elevada en comparación con la ofrecida por instrumentos de menor riesgo de forma prácticamente blindada, salvo que se produzca el *trigger*, que puede no ocurrir nunca. El mayor o menor riesgo del producto dependerá de la probabilidad de concurrencia del *trigger* en función de su nivel y comparación con los estados financieros actuales de la entidad, o su eventual previsión pues el inversor que considere que puede producirse el *trigger* podrá vender sus títulos – si encuentra contraparte- evitando concurrir a la conversión necesaria.

2. Utilidad de los CoCos

Los CoCos fueron diseñados para hacer frente a los riesgos de las entidades financieras “too big to fail”, debido a que proporcionan capital adicional en caso de que la solvencia de dichas entidades se vea comprometida. La crisis económica que atravesamos ha evidenciado la necesidad de que las entidades cuenten con un capital reforzado que les permita hacer frente a una situación de insolvencia, evitando el deterioro de los activos y los eventuales rescates. De esta forma, la entidad obtendrá capital ordinario en el momento de mayor necesidad mediante la conversión de deuda en acciones (capital), obteniendo de aquellos tenedores de CoCos el capital necesario para asegurar su solvencia evitando (i) la necesidad de recurrir al mercado para obtener la financiación que, en tales circunstancias no obtendrá, pues dudosamente encontrará inversores dispuestos a comprar acciones (y así proveer de capital) a un entidad al borde de la bancarrota; y (ii) más importante, permitirá que el rescate financiero precisado sea efectuado por los tenedores de CoCos y no por el Estado, esto es, por los contribuyentes con sus impuestos (ej. FROB).

Suiza se ha hecho eco de esta utilidad, y así su nuevo régimen regulatorio exige a sus Bancos tener el 9 % de sus activos ponderados por riesgo en instrumentos de absorción de pérdidas como los CoCos. De igual forma, la Directiva

2013/36/UE, mediante la que se transpone Basilea III a la normativa europea, establece la necesidad de que los bancos mantengan colchones de conservación de capital y colchones de capital anticíclicos que actúen como instrumento de absorción de pérdidas, lo que sin duda ha fomentado la emisión de CoCos.

3. Tipos de “Contingencia” o “Trigger”

Como ya hemos podido vislumbrar, el elemento más importante del CoCo es el *trigger* o contingencia cuya concurrencia provocará la conversión del instrumento en acciones, activando el mecanismo de absorción de pérdidas. Como exponen AVDJIEV, S., KARTASHEVA, A., BOGDANOVA, B.⁶, los CoCos pueden prever uno o varios *triggers*, en cuyo caso la conversión se producirá con la concurrencia de cualquiera de ellos. Además, pueden consistir en:

- a) Un evento predeterminado: en estos casos la conversión necesaria se produce cuando el capital de la entidad cae por debajo de una cifra predeterminada de sus activos ponderados por riesgo. Esta cifra, asimismo, puede ser fijada en relación al valor de mercado o al valor contable. Este último sería el caso, como veremos, del *trigger* de la emisión de CoCos del Banco Santander, a saber, que “el Banco o el grupo consolidable del Banco presentan una ratio inferior al 5,125 % de capital de nivel 1 ordinario” (calculada con arreglo al CRR o a la normativa de recursos propios aplicable al Banco). En estos casos, será crucial la puntual publicación de las ratios del capital a valor contable de la entidad, permitiendo a los inversores conocer la evolución y probabilidad de producción del riesgo. Esta necesidad de información puntual se ve reducida en *triggers* que tomen como referencia el valor de mercado, si bien pueden constituir un incentivo para la manipulación de los precios de las acciones, de cara a enmascarar la cercanía de la producción del riesgo.
- b) Discrecionalidad de un órgano supervisor: en estos casos, será el órgano supervisor quien determinará el momento de la conversión cuando considere que es necesario actuar para evitar la insolvencia de la entidad (algo que no difiere sustancialmente del canje obligatorio de ppf y obligaciones subordinadas instado por el FROB). Los inconvenientes de este tipo de *triggers* son evidentes, por un lado, el inversor carece de información acerca

⁶ AVDJIEV, S., KARTASHEVA, A., BOGDANOVA, B.: “CoCos: a primer”, Bank for International Settlements, 15 september 2013. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309f.htm

de la probabilidad de producción del evento, lo que supone un mayor riesgo que en emisiones cuyos *triggers* estén prefijados; y, por otro lado, este tipo de *triggers* dificulta la valoración de las emisiones por las agencias de calificación de riesgos.

4. ¿Son apropiados para inversores minoristas?

Es una cuestión delicada. En esencia, los riesgos existentes en los CoCos son los mismos que en las ppf y bonos u obligaciones subordinadas, a saber, que la entidad emisora alcance cierto nivel de insolvencia (aunque este nivel sea menor en los CoCos) y su iliquidez (que no se encuentren contrapartes en el mercado a las que vender los títulos cuando se desee recuperar el nominal invertido). Ciertamente que en los CoCos el orden de prelación de los créditos se altera, perdiendo rango el crédito del tenedor de CoCos en un eventual concurso de acreedores. No obstante, (i) parece improbable que en las emisiones de CoCos de entidades financieras *too big to fail* se alcance tal circunstancia pues, si la conversión de deuda en acciones no “salva” a la entidad, con gran seguridad, se producirá un rescate financiero por parte de los organismos públicos; y (ii) en caso de llegar al concurso de acreedores, la situación del tenedor de ppf y bonos y la del tenedor de CoCos es prácticamente igual de mala, si los primeros cobran antes que los segundos, pero después de todos los créditos contra la masa, privilegiados y ordinarios...por lo que la expectativa de cobrar en penúltimo lugar, es casi la misma que la del acreedor situado en último lugar en la lista de cobro. Por todo ello, el producto no parece menos apropiado para inversores minoristas⁷ que cualesquiera otros productos complejos de inversión, que estén dispuestos – como en todas las inversiones u operaciones especulativas- a correr riesgos a cambio de la alta remuneración. Lo que a quien suscribe estas líneas no le parece apropiado es condenar al inversor minorista a conformarse con los mínimos intereses ofrecidos en el mercado de los depósitos a plazo fijo⁸, único mercado que los entes públicos y los propios emisores van a dejar disponible a estos inversores tras el *boom* de las impugnaciones de las inversiones.

Así está ocurriendo. La Financial Conduct Authority del Reino Unido ha restringido temporalmente (desde el 1 de octubre de 2014 hasta el 1 de octubre

⁷ No para ahorradores.

⁸ Que a duras penas superan el 2 % para depósitos superiores a 12 meses. Cfr. <http://www.bankimia.com/depositos-mas-de-12-meses>

de 2015) la comercialización y promoción de CoCos a inversores minoristas⁹ (con excepción de aquellos que certifiquen un elevado nivel de inversiones, o sean calificados o se califiquen como inversores experimentados). La prohibición tiene dos finalidades: una manifiesta, a saber, proteger los intereses del inversor minorista; y una finalidad subyacente, esto es, proteger el sistema financiero de los perjuicios que pueden ocasionar los *booms* de impugnaciones de las inversiones, que comportan la asunción por el Estado (contribuyentes) de las pérdidas de los inversores. Esta finalidad subyacente queda evidenciada en el párrafo 46 del informe, en el que confiesa que no se considera que la entrega de información adicional resulte eficaz en el sector. Y es que, como ya hemos dicho en materia hipotecaria¹⁰, “como sucedía en la Curva de Laffer, todo incremento de información precontractual y contractual que se entregue al consumidor, alcanza un estadio a partir del cual su utilidad marginal es decreciente”. Por tanto, el blindaje informativo de las entidades financieras no evitará la eventual impugnación por vicios del consentimiento en caso de que la inversión fracase, pues nunca podrá probarse el conocimiento material del producto que ostentaba el inversor minorista.

Esta circunstancia ha sido también apreciada por los emisores, que como estudiaremos en el caso del Banco Santander, optan por excluir de su *target market* a los inversores minoristas, erradicando de raíz los eventuales conflictos que pudieran surgir en materia de impugnaciones por vicios del consentimiento tras el fracaso de la inversión. Pero a su vez, cerrando las puertas de la rentabilidad a los inversores minoristas, reservando los rendimientos más suculentos a inversores profesionales.

5. Requisitos a cumplir por las ESIs en la comercialización de CoCos a minoristas

De conformidad con la normativa actual impuesta por MIFID y las regulaciones posteriores, los requisitos que habrían de cumplir las ESIs para comercializar este tipo de producto –complejo– a inversores minoristas son los siguientes:

⁹ Restrictions in relation to the retail distribution of contingent convertible instruments, August 2014, FCA. <http://www.fca.org.uk/static/documents/temporary-product-interventions/restrictions-in-relation-to-the-retail-distribution-of-cocos.pdf>

¹⁰ AGÜERO ORTIZ, A.: “Comentario e interpretación de la nueva Directiva en materia hipotecaria (Directiva 2014/17/UE). Una Directiva para proteger a las entidades de crédito y a la propia Unión Europea” <http://www.uclm.es/centro/cesco/pdf/trabajos/33/15j.pdf>

- a) Entrega del folleto informativo de la emisión (art. 27.3 LMV);
- b) Información general sobre la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros (riesgos conexos y de pérdida del total de la inversión, volatilidad del precio, costes u obligaciones adicionales, etc.) y su clasificación como minorista, art. 64 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero; así como información precisa sobre los costes asociados (art. 66 Real Decreto 217/2008) ¹¹;
- c) Test de idoneidad cuando la suscripción se realice en el seno de un servicio de asesoramiento en materia de inversiones (art. 79.bis.6 LMV y 72 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), con entrega por escrito o en soporte duradero de la recomendación realizada (art. 79. Bis.6 LMV novedad introducida por el Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, y Ley 9/2012, de 14 de noviembre);
- d) Test de conveniencia, cuando la suscripción no se realice bajo el servicio de asesoramiento de la entidad, advirtiéndolo al cliente cuando el producto no le resulte conveniente (lo que no impide la adquisición) (art. 79. Bis.7 LMV y art. 73 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero); más una expresión manuscrita por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o que ha sido imposible evaluarle (art. 79. Bis.7 LMV novedad introducida por el Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, y Ley 9/2012, de 14 de noviembre);

Ahora bien, la ESI no tendrá que realizar la evaluación de conveniencia, advertencia en caso de no ser conveniente, y recolección de la expresión manuscrita, cuando (art. 79 bis 8 LMV):

- a. El producto no sea complejo;
- b. El servicio se preste a iniciativa del cliente, aun cuando el producto sea complejo;
- c. La entidad haya informado con claridad de que no está obligada a evaluar la conveniencia;
- d. La entidad cumpla con lo dispuesto en el art. 70 ter 2.d.

¹¹ En el caso de participaciones o acciones se considera información suficiente en este sentido la contenida en el folleto informativo, art. 67 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

- e) En el caso de emisiones de entidades que no sean sociedades cotizadas, el valor nominal unitario mínimo de participaciones preferentes habrá de ser de 100.000 € y en el caso de cotizadas, el valor nominal unitario mínimo de las participaciones preferentes de 25.000 euros (DA 1ª.2.g Ley 10/2014).

En fin, el hecho de que el producto sea complejo no impide su comercialización a inversores minoristas, sino que comporta la exigencia de requisitos informativos más estrictos. En particular, supone la obligación de la ESI de evaluar la conveniencia del producto para el cliente, obligación que no aplica en determinadas circunstancias, como por ejemplo, que el cliente solicite la suscripción de los valores.

B) UN CASO CONCRETO: LA EMISIÓN DE CoCos DEL BANCO SANTANDER

6. Los motivos de la emisión de participaciones preferentes contingentemente convertibles (“PPCC”) con exclusión del derecho de suscripción preferente

Tal y como se señala en el informe formulado por el Consejo de Administración de Banco Santander S.A. en relación a la emisión de PPCC, al amparo de la autorización recibida por la Junta General de accionistas del 28 de marzo de 2014, la emisión permitiría al Banco captar recursos de capital nivel 1 adicionales sin necesidad de acudir a un aumento de capital. Las PPCC constituyen un producto idóneo para alcanzar dicho aumento de recursos pues (i) los tenedores de PPCC eventualmente absorberán las pérdidas de la entidad, al convertirse dichas participaciones en acciones ordinarias (capital de nivel 1 ordinario) en el momento en que la solvencia de la entidad esté en riesgo – *trigger event*¹²; (ii) maximizan el tipo de emisión de las acciones ya que, llegado el momento de la conversión necesaria, ésta no se produciría nunca por un precio inferior al de mercado (véase el subapartado “Conversión” del punto 7 de este trabajo); (iii) al convertirse en acciones sólo en momentos excepcionales se evita que, hasta ese momento, los accionistas sufran dilución alguna, esto es, que valor contable de las acciones disminuya, efecto que se produciría en caso de ampliación de capital al aumentarse el número de acciones en circulación; y (iv) ofrece un beneficio financiero a la entidad, debido a que los pagos de la

¹² Cfr. *Infra* subapartado “Conversión”.

remuneración se consideran gastos fiscalmente deducibles, a diferencia de lo que sucede con los dividendos.

Adicionalmente, existen razones de mercado que inciden en la oportunidad de de emisión de este tipo de valores, dada su creciente demanda. Según los datos publicados por Barclays Research de 20 de marzo de 2014 y el 12 de junio de 2014, el volumen de emisiones de CoCos en circulación en Europa aumentó en un 25 % en el primer trimestre del ejercicio 2014 y en un 20 % en el segundo trimestre. De conformidad con ello, el Banco Santander emitió 1.500 millones de euros en PPCC en marzo de 2014 y 1.500 millones de dólares en PPCC en mayo del mismo año. Ante la sobredemanda registrada y la reducida oferta nacional de este tipo de producto financiero, Banco Santander decidió realizar esta tercera emisión “para que el Banco pueda aprovechar ese apetito inversor”¹³.

Finalmente, la emisión se realiza con exclusión del derecho de suscripción preferente de los accionistas con dos objetivos: (i) poder ejecutar un proceso de prospección acelerada de la demanda en relación con la emisión (que no exceda de 48 horas), lo que permitirá obtener recursos en un breve plazo de tiempo, evitando riesgos y costes propios que puede suponer la volatilidad de los mercados en plazos más extensos; y (ii) colocar las PPCC a inversores cualificados e institucionales especializados en estos instrumentos, quienes procuraran al emisor condiciones financieras más eficientes y reducirán la incertidumbre en cuanto al resultado y riesgo de la ejecución de la operación¹⁴.

7. Características de la emisión de participaciones preferentes contingentemente convertibles del Banco Santander

- **Emisión:** El importe de la emisión asciende a 1.500.000.000 €, formada por 15.000 títulos de un valor nominal de 100.000 euros.

¹³ Informe del Consejo de Administración.

¹⁴ Ello a su vez facilitaría el cumplimiento del requisito de la DA 1ª.2.f LOSS, a saber, que el 50 % de la emisión se dirija a inversores profesionales (excluyendo a aquellos minoristas que soliciten su consideración de profesionales, art. 78bis. 3. e LMV), pues dada la cantidad de accionistas calificados como inversores minoristas de la entidad, su ejercicio del derecho de adquisición preferente de las PPCC entorpecería la gestión de la emisión, dilatando los plazos, al deberse constituir algún mecanismo que permita evaluar el porcentaje de suscripciones realizadas por inversores profesionales.

- **Destinatarios:** La emisión se dirige únicamente a inversores cualificados (art. 39 RD 1310/2005, de 4 de noviembre¹⁵). Además, la emisión no constituyó una oferta pública de suscripción, lo que exime a la entidad de publicar el folleto informativo (arts. 30 bis.1. II y 30 bis1.a LMV, y 38.a RD 13/2005). Asimismo, se excluye totalmente el derecho de suscripción preferente de los accionistas.
- **Plazo:** Las PPCC son de carácter perpetuo –sin plazo de vencimiento–, salvo que se produzca la conversión necesaria o la amortización anticipada.
- **Conversión:** las PPCC se convertirán, necesariamente y en su totalidad, en acciones si el Banco o el grupo consolidable del Banco presentan una ratio inferior al 5,125 % de capital de nivel 1 ordinario (calculada con arreglo al CRR o a la normativa de recursos propios aplicable al Banco)¹⁶. Para ello, el Banco calculará al menos trimestralmente la ratio de capital de nivel 1 ordinario.

En caso de producirse dicho *trigger*, el titular de PPCC recibiría el número de acciones resultante de dividir el valor nominal de las PPCC entre el valor atribuido a las acciones ordinarias del Banco¹⁷. Este valor atribuido a las acciones ordinarias o “precio de conversión” será el mayor de los siguientes:

¹⁵ Según dicho artículo, son inversores cualificados que habrán de constar en un registro de las ESIs:

a) Personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, ESIs, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva, etc.

b) Gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares.

c) Otras personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas.

d) Personas físicas residentes en el Estado español que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado y que cumplan al menos dos de las tres condiciones siguientes:

1.^a Que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.

2.^a Que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500.000 euros.

3.^a Que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos relativos a la inversión en valores.

¹⁶ A 31 de diciembre de 2013 la ratio de capital de nivel 1 ordinario del Grupo era del 11,71 %, según las cuentas anuales consolidadas de dicho ejercicio. A 30 de junio de 2014 era del 10,92 %, según los estados financieros intermedios resumidos consolidados del Grupo. Fuente: Informe especial sobre emisión de participaciones preferentes contingentemente convertibles el supuesto de los artículos 414, 417 y 511 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital. PricewaterhouseCoopers Auditores, de 2 de septiembre de 2014.

¹⁷ La cotización media por acción del período de tres meses terminado el 1 de septiembre de 2014 ha sido de 7,550 €. Fuente: bis.

(i) valor de mercado en ese momento¹⁸; (ii) el precio mínimo, a saber, 5,01 €¹⁹; o (iii) el valor nominal de las acciones a esa fecha. En caso de resultar fracciones de acción, se redondearán a la baja a pérdida del inversor, sin que quepa compensación económica por la fracción²⁰.

- **Amortización anticipada:** Transcurridos siete años desde la fecha de desembolso el Banco podrá amortizar anticipadamente las PPCC (en su totalidad), previa autorización del BdE. El precio de amortización será el valor nominal de la PPCC más la remuneración devengada y no abonada hasta el momento de la amortización.
- **Remuneración:** La remuneración anual no acumulativa²¹ será del 6,25 % sobre su valor nominal durante los siete primeros años, y del tipo que resulte del *mid-swap rate*²² a cinco años más un margen de 564 puntos básicos a partir del séptimo año. Dicha remuneración es pagadera por trimestres vencidos, siempre que se cumplan las condiciones para su pago y el Banco no haya decidido discrecionalmente cancelar su pago.
- **Supuestos de no percepción de la remuneración:**
 - o *Partidas distribuibles:* No se percibirá remuneración en caso de que las remuneraciones a pagar por el Banco en el ejercicio financiero en curso a otros Valores Pari Passu (cualesquiera participaciones preferentes, acciones con preferencia, o cualquier otro valor con el mismo rango que las PPCC) excediera de los beneficios y reservas del Banco disponibles (según art. 4(l)(128) del CRR) en el momento del pago de la remuneración (Partidas Distribuibles). Es decir, cuando el Banco no tenga beneficios y reservas suficientes

¹⁸ Media aritmética de los precios medios ponderados por volumen de acción los 5 días habituales bursátiles inmediatamente anteriores a la fecha.

¹⁹ Nótese que, de adoptar este precio mínimo como precio de conversión, las PPCC se estarían convirtiendo en acciones que en el mercado poseen un valor inferior.

²⁰ Propongamos un supuesto práctico a modo de ejemplo. Si (i) un inversor poseyera un título valorado en 100.000 € (ii) el Banco o el grupo consolidable del Banco presentara una ratio inferior al 5,125 % de capital de nivel 1 ordinario; y el mayor valor de las acciones (entre valor de mercado, precio mínimo, y valor nominal) fuera el valor mínimo (5,01 €), el cálculo de las acciones correspondientes al tenedor de PPCC se realizaría como sigue: $100.000 \text{ €} / 5,01 \text{ €} = 19.960,08$ acciones. Dado que la fracción es a su pérdida, percibiría un total de 19.960 acciones (valoradas en 99.999,6 €).

²¹ Ello significa que el titular del valor no podrá solicitar un posterior pago de la remuneración en caso de inexistencia de beneficios distribuibles o cancelación de la remuneración, sin que tal falta de percepción de la remuneración constituya un supuesto de incumplimiento de obligaciones del Banco.

²² Tipo de referencia para los intereses fijos, consistente en el precio medio de la oferta y la demanda de swaps de tipos de interés.

como para satisfacer la remuneración de todos los valores del mismo rango al de las participaciones preferentes.

- *Exigencia del Banco de España:* No se percibirá remuneración cuando (i) el Banco de España exija la cancelación del pago de conformidad con la normativa aplicable en materia de solvencia, aunque hubiera Partidas Distribuibles suficientes; y (ii) cuando se supere el importe máximo distribuible según el art. 48 Ley 10/2014, de 26 de junio, en el contexto de un incumplimiento de los requisitos combinados de colchón.
 - *Cancelación discrecional por el Banco:* cuando el Banco lo considere necesario, podrá cancelar la distribución a su discreción (art. 52.1.1.iii CRR).
 - *Supuestos de percepción parcial:* En caso de concurrir alguno de los tres supuestos de no percepción de la remuneración, el Banco podrá declarar un pago parcial de la misma.
- **Derechos políticos:** las PPCC son valores no participativos no asimilables a las acciones, no confiriendo pues derechos políticos ni derechos de adquisición preferente.
 - **Rango:** en caso de concurso de acreedores del Banco, las PPCC se sitúan en el siguiente orden de prelación: (i) por delante de los accionistas ordinarios y de tenedores de valores con orden de prelación subordinado respecto a las PPCC (a diferencia del rango común que les hubiera correspondido, a saber, el de accionistas ordinarios; así, estas PPCC, actúan exactamente igual que las ppf, no perdiendo la característica del instrumento de deuda como comentábamos en el apartado 1º de este trabajo) ; (ii) en el mismo orden que los Valores Pari Passu (valores asimilados a las ppf); y (iii) por detrás de los acreedores ordinarios y subordinados del Banco. Es decir, prácticamente sólo se sitúan por delante de los accionistas ordinarios.
 - **Garantías:** Las PPCC no están garantizadas más que por la responsabilidad patrimonial universal del Banco Santander (art. 1911 CC), común a todo deudor. Por tanto, no están cubiertas por garantías adicionales, como puede ser el Fondo de Garantía de Depósitos.

C) CONCLUSIONES

Las emisiones de CoCos del Banco Santander han hecho correr ríos de tinta sobre estos productos, calificados incluso como productos tóxicos. Como todo producto de inversión tienen un riesgo, riesgo que resulta mucho más transparente en emisiones con *triggers* predeterminados que en otros productos de inversión. En esencia, el tenedor de CoCos se beneficiará del alto rendimiento fijo del producto mientras no se produzca el *trigger*. Colateralmente, no se beneficiará del aumento de valor de acciones cuando las cosas vayan bien, pero tampoco experimentará la devaluación de las acciones cuando las cosas no vayan radicalmente mal. Será en este último caso, cuando las cosas vayan radicalmente mal y se produzca el *trigger*, cuando el inversor soportará la pérdida de valor de las acciones, al convertirse sus bonos o ppf en acciones en un momento en que ostentan su menor valor, absorbiendo las pérdidas de la entidad emisora.

En otro orden de cosas, las emisiones de CoCos comportan una suerte de “beneficio social” en caso de que las cosas vayan radicalmente mal, pues cuando la solvencia de la entidad emisora se vea comprometida, serán los inversores (quienes aprovechan los beneficios de la misma en sus buenos tiempos) quienes soporten las pérdidas y no el grueso de contribuyentes, a través de un rescate público de la entidad.

Por todo lo expuesto, no considero que los CoCos constituyan un instrumento financiero especialmente “peligroso” para inversores minoristas²³, al menos, no más que los bonos, obligaciones subordinadas, acciones o ppf²⁴, obviamente si la comercialización se realiza en condiciones suficientes de información sobre el riesgo que se corre. Es más, considero que vetar el acceso de los inversores minoristas a este tipo de productos constituye una condena a conformarse con los mínimos rendimientos del mercado de depósitos, que parecen abocados a desaparecer²⁵ e incluso a ser onerosos²⁶, reservando los rendimientos más apetitosos a los grandes

²³ Con inversores minoristas me refiero a inversores –especuladores– no profesionales, y no a ahorradores.

²⁴ Pues la experiencia nos muestra que en caso de quiebra de la entidad el resultado es el mismo –ej. canje obligatorio de ppf y obligaciones subordinadas aprobado por el FROB–, lo que asimila su régimen a los CoCos con *trigger* dejado a discrecionalidad de órganos supervisores.

²⁵ “La rentabilidad sin riesgo desaparecerá” <http://www.bolsamania.com/noticias/pulsos/llega-el-temido-mes-de-octubre-donde-invertir-para-ganar-dinero-hasta-final-de-ano--601551.html>

²⁶ “Pagar por no asumir riesgos” http://blogs.elconfidencial.com/economia/informacion-privilegiada/2014-09-09/pagar-por-no-asumir-riesgo_188529/#



www.uclm.es/centro/cesco

capitales. Y esta condena es la que toca afrontar tras el *boom* de las impugnaciones de inversiones fallidas, como muestra la emisión del Banco Santander y las restricciones del Reino Unido.