



Reflexiones semanales de Mercado

¿Qué es un CoCo?

Esta palabra ha estado en todos los medios financieros en las últimas semanas. Antes del colapso de Credit Suisse, la mayoría de la gente nunca había oído hablar del término, y de los que lo habían oído, pocos sabían lo que realmente significaba.

**Por Mauricio Viaud**

PM y Estratega de Inversión Senior
Insigneo

¿Qué es un CoCo?

A principios de marzo, la mayoría de nosotros habríamos pensado en una fruta, o chocolate, cuando escuchamos la palabra "CoCo". Sin embargo, esta palabra ha estado en todos los medios financieros en las últimas semanas. Antes del colapso de Credit Suisse, la mayoría de la gente nunca había oído hablar del término, y de los que lo habían oído, pocos sabían lo que realmente significaba.

CoCo es un término utilizado para describir un instrumento de deuda híbrida conocido como bono convertible contingente. Un tipo de CoCo que fue noticia recientemente fueron los bonos Additional Tier 1 de Credit Suisse, o AT1. Aunque similar a un bono convertible tradicional, es importante tener en cuenta que no son el mismo instrumento. De hecho, hay grandes diferencias. Ambos tienen un precio de ejercicio o "precio de activación" que, una vez alcanzado, puede desencadenar la conversión del bono en acciones. Ambos pagan una tasa de interés fija y están subordinados a una deuda más sénior. Sin embargo, hasta aquí llegan la mayoría de las principales similitudes.

Los bonos convertibles tradicionales permiten a los inversionistas recibir un pago de interés fijo y, al mismo tiempo, ofrecen la opción de participar potencialmente en el alza del precio de las acciones de una empresa. Como mencionamos anteriormente, los bonos convertibles contingentes también pagan un pago de interés fijo, la mayoría de

las veces más alto que otros instrumentos de deuda de la misma compañía. Sin embargo, como con la mayoría de las cosas en los mercados financieros, este mayor rendimiento conlleva un mayor nivel de riesgo.

Para comprender el riesgo detrás de los CoCo, es importante ver primero por qué se crearon. Este tipo de instrumento se hizo popular en Europa después de la crisis financiera de 2008. Los reguladores en ese entonces implementaron requisitos de capital para las instituciones financieras bajo lo que se conoció como el acuerdo de Basilea III. Este acuerdo establecía que los bancos deberían cumplir con requisitos mínimos de capital para poder hacer frente a imprevistos. Uno de los niveles más importantes de estos requisitos de capital se conoce como capital de nivel 1, o Tier 1 Capital. Se supone que este es el nivel de capital de mayor calificación utilizado para compensar cualquier pérdida imprevista en préstamos o inversiones, e incluye las ganancias retenidas de un banco, así como el capital ordinario. Algunos bancos emitieron capital ordinario adicional para aumentar sus ratios de Tier 1 Capital. Pero como sabemos, la emisión de capital ordinario también puede diluir las utilidades de los accionistas existentes. Aquí es donde entran los CoCo. Los bonos Additional Tier 1 proporcionaron a los bancos una "válvula de seguridad", donde tenían un instrumento que podría convertirse en capital ordinario en una emergencia futura para reforzar los ratios de Tier 1 Capital, sin la necesidad de emitir capital en el presente. Los bancos luego emitieron estas notas con mayores rendimientos para recompensar a los inversionistas por el riesgo adicional.

En retrospectiva, parece que algunos inversionistas podrían haber comprado algunos de estos CoCo pensando que eran básicamente bonos convertibles tradicionales, ligeramente más riesgosos con rendimientos más altos. Después de todo, los casos en los que se habían desencadenado una conversión de capital de los CoCo eran pocos. Como ahora sabemos, aunque improbable, el nivel de riesgo asociado con estas inversiones es alto.

Pero ¿de dónde viene este alto nivel de riesgo? Principalmente de dos fuentes: los covenants de conversión y amortización asociados con estos bonos, así como los parámetros relativamente oscuros que rodean su activación. Los covenants de conversión y amortización de un CoCo podrían variar desde una simple conversión a capital, como muchos esperaban que fuera el caso con los AT1 de Credit Suisse, a lo que realmente sucedió, que fue una amortización completa de las notas. Algunos CoCo aluden a la conversión, las amortizaciones temporales, las amortizaciones parciales y las amortizaciones completas en sus prospectos de inversión. También debemos recordar que incluso, si se desencadena una conversión, los inversionistas podrían terminar siendo tenedores de acciones que están en declive. Al mismo tiempo, lo que desencadena algunos de estos covenants puede ser turbio. Como vimos con Credit Suisse, se suponía que estos CoCo se activarían si el ratio de Tier 1 Capital caía por debajo del 7%. Sin embargo, este ratio se mantenía entre el 13% y el 14% antes del colapso del banco, pero, aun así, los reguladores suizos impulsaron una amortización completa de los bonos. Además, eludieron la cascada tradicional de jerarquía de capital, eliminando la deuda CoCo, pero pagando a los tenedores de capital común – a

saber, los accionistas. La deuda colateral contingente se ubica en la parte inferior de la cascada de jerarquía, pero se asumió que, como deuda, se ubicaba más arriba que el capital ordinario. Claro, las notas CoCo de Credit Suisse parecían contener disposiciones muy específicas que parecían indicar que este escenario particular era una posibilidad. No todos están de acuerdo, obviamente, y el asunto ya está en litigio.

Lo que no está en debate es el impacto negativo que el colapso de las notas AT1 de Credit Suisse tuvo en todo el segmento de bonos CoCo de USD 275 mil millones. Los bancos europeos y latinoamericanos son los principales emisores de este tipo de instrumentos, y muchos han salido a afirmar que los detalles de las notas AT1 de Credit Suisse eran específicos a la industria suiza. Esto puede ser cierto, pero la incertidumbre que rodea a este tipo de inversión es bastante real. Estuvimos en una llamada a principios de esta semana con la jefa de Latin America Corporate Research de J.P. Morgan, donde aludió al hecho de que lo que más le sorprendió del colapso del CoCo de Credit Suisse fue la incertidumbre sobre los factores desencadenantes que llevaron a su amortización. Este sentimiento está siendo reflejado en toda la

industria. En América Latina en particular, Banco Itaú, Banco do Brasil, Banorte y Banco Davivienda son los emisores más destacados de notas CoCo. Según muchos en Wall Street, estos CoCo parecen estar bien en este momento. No lo discutimos. Sin embargo, las cláusulas de amortización, las entidades reguladoras y las prácticas de recapitalización bancaria varían de un país a otro, ya sea en América Latina o Europa. Esto agrega una capa de riesgo compleja y de múltiples niveles. El punto importante a considerar es que cuando se trata de un CoCo, o cualquier tipo de inversión, debemos tener en cuenta los riesgos potenciales asociados con la inversión, vistos e imprevistos, lo mejor que podamos. Vale la pena leer la letra pequeña.



Click or scan this code to access more insights at insigneo.com/insights

Important Legal Disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC). Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo International Asesores de Inversion Uruguay, SA, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorias Financieras, SPA. Collectively, these eight operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via www.finra.org. To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorias Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Asesores de Inversión de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorias Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorias Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.