

Una plantilla para recapitalizar bancos «demasiado grandes para dejarlos quebrar»¹

El método de recapitalización financiada por acreedores propuesto para aquellos bancos «demasiado grandes para dejarlos quebrar» que alcancen el punto de no viabilidad garantiza que el coste de resolución lo soportan sus accionistas y acreedores privados no asegurados, en lugar del erario público. La plantilla es sencilla, respeta plenamente el orden existente de prelación de créditos y puede aplicarse a cualquier entidad no viable en el seno de un grupo bancario. El mecanismo aplica a los acreedores una quita parcial para recapitalizar el banco en el transcurso de un fin de semana, ofreciéndoles certeza inmediata sobre su pérdida máxima. A continuación se vende el banco de tal forma que permita al mercado determinar las pérdidas que en último término soportarán los acreedores. De este modo, el mecanismo puede eliminar el riesgo moral en un grupo bancario de una forma eficiente en costes que además mitiga el riesgo para la estabilidad financiera. La recapitalización financiada por acreedores se compara con otros métodos de recapitalización, en concreto las estrategias de rescate interno («bail-in») y de punto único de entrada («single point of entry»).

Clasificación JEL: G21, G28.

Durante la crisis financiera varias instituciones financieras alcanzaron el punto de no viabilidad o directamente quebraron. Aunque sus niveles de capital declarados superaban por lo general los requerimientos reguladores mínimos, el mercado dudó que fueran suficientes para cubrir posibles pérdidas futuras. Las sospechas de una eventual insolvencia las llevó a la quiebra por falta de liquidez corriente: los depositantes y otros acreedores exigieron el reembolso inmediato, y las instituciones quedaron sin fondos para atender sus compromisos.

Los gobiernos calificaron a numerosas instituciones en el punto de no viabilidad como demasiado grandes para dejarlas quebrar («*too big to fail*», TBTF). Es decir, eran tan grandes, complejas y estaban tan interconectadas con el resto del sistema financiero que se consideró excesivo el coste social de que abandonasen el mercado. A falta de cualquier mecanismo alternativo para restaurar su viabilidad, los propios gobiernos las recapitalizaron a costa de los contribuyentes.

Además de imponer un coste directo a los contribuyentes, estos rescates financiados con dinero público generan un importante riesgo moral. Las

¹ Las opiniones expresadas corresponden a los autores y no reflejan necesariamente las del BPI o las del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Los autores agradecen a Wayne Byres y Neil Esho su asistencia en la preparación del artículo, así como a Stephen Cecchetti, Claudio Borio y Christian Upper sus útiles comentarios y revisiones.

expectativas de contar con ayuda pública pueden amplificar la asunción de riesgo, debilitar la disciplina del mercado y distorsionar la competencia, aumentando la probabilidad de tensiones. Estas preocupaciones han alentado medidas para reducir la probabilidad de quiebra de entidades TBTF, principalmente imponiéndoles unos requisitos más elevados de capital y liquidez e intensificando su supervisión. Sin embargo, estas medidas no resuelven la cuestión de quién asumirá el coste de recapitalizarlas en caso de que alcancen el punto de no viabilidad. Exonerar de ese coste a los contribuyentes pasa por imponerlo a los accionistas y acreedores de las instituciones inviables. Pero, ¿cómo hacerlo?

En años recientes, las autoridades se han esforzado notablemente por mejorar los mecanismos de resolución. Inicialmente se centraron en adquirir las competencias legales para resolver entidades financieras TBTF locales e internacionales sin recurrir a fondos públicos. Entre las medidas adoptadas se cuentan los requerimientos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea sobre la capacidad de absorción de pérdidas del capital «en el punto de no viabilidad» y las características básicas de los mecanismos eficaces de resolución elaboradas por el Consejo de Estabilidad Financiera². Ahora bien, no es suficiente contar con facultad de resolución. La incertidumbre sobre su uso puede constituir en sí una amenaza para la estabilidad financiera.

Lo que en todo caso aún debe aclararse son los derechos de los demandantes del sector privado en la resolución de un banco TBTF inviable: depositantes y acreedores han de tener la garantía de que se respetará la prelación de derechos al acometer cualquier intento de recapitalizarlo que imponga pérdidas a accionistas y acreedores. Los depositantes asegurados antes de la resolución deberán seguir estándolo después de esta; del mismo modo, los acreedores cuyos derechos de crédito tuvieran prioridad o igual rango que otros antes de la resolución deberán seguir tratándose como tales en la resolución. En resumen, cualquier método de resolución para un banco TBTF debe respetar la prelación de derechos existente antes de que devenga inviable³.

Este artículo propone una plantilla para un enfoque sencillo —que denominamos método de recapitalización financiada por los acreedores— que las autoridades nacionales podrían utilizar para clarificar la atribución de pérdidas a la hora de recapitalizar un banco TBTF. El enfoque propuesto permite recapitalizar en el transcurso de un fin de semana y sin fondos públicos. Se sirve de una sociedad tenedora de participaciones (*holding*) temporal para asegurarse de que las pérdidas se imputarán respetando estrictamente la prelación de acreedores, y recurre al propio mercado para determinar las pérdidas que estos tendrán que asumir para recapitalizar el banco.

El mecanismo propuesto incluye elementos de otros métodos de resolución, como el rescate interno y la resolución mediante una sociedad tenedora de participaciones (descritos más adelante). No necesariamente se presenta como

² Véase Comité de Basilea, *Requerimientos mínimos para garantizar la absorción de pérdidas en el punto de no viabilidad*, enero de 2011; y Consejo de Estabilidad Financiera, *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*, octubre de 2011.

³ En relación con los acontecimientos en Chipre, el presidente del BCE, Mario Draghi, manifestó: «¿Cuándo es problemático un rescate interno? El rescate interno en sí no es un problema mismo; es la falta de unas reglas predefinidas y conocidas por todas las partes [...] lo que podría convertir un rescate interno en un evento desordenado» (rueda de prensa del BCE, 4 de abril de 2013, en <http://www.ecb.int/press/pressconf/2013/html/is130404.en.html>).

sustituto de estos otros métodos, sino como un enfoque adicional que proporciona orientación clara sobre la cuestión central de la recapitalización de los bancos TBTF que devengan inviables. Al igual que con otros enfoques, deberían aclararse diversas cuestiones operativas y legales antes de implementar el mecanismo de recapitalización financiada por acreedores. Este artículo se centra en las ventajas de la estructura general del método propuesto y sugiere un enfoque gradual para abordar las cuestiones operativas y legales.

Descripción del mecanismo de recapitalización propuesto

Por definición, un banco TBTF que alcance el punto de no viabilidad tiene que ser recapitalizado porque las autoridades juzgan inaceptablemente altos los riesgos que su liquidación comportaría para la estabilidad financiera. El mecanismo de recapitalización financiada por acreedores aquí propuesto prevé la recapitalización forzosa de un banco TBTF *por sus acreedores* cuando este devenga inviable. Permite a un banco TBTF recapitalizarse en un fin de semana, sin apelar al erario público y manteniéndose operativo. No pretende reemplazar la liquidación de bancos no TBTF en quiebra, sino que constituye una alternativa similar a la liquidación en términos de atribución de pérdidas⁴.

La titularidad del banco se transfiere a una sociedad tenedora de participaciones temporal de nueva creación. El banco se recapitaliza inmediatamente aplicando durante el fin de semana una quita sobre suficientes derechos de crédito de sus acreedores. La sociedad tenedora de participaciones vende a continuación el banco recapitalizado a precios de mercado y distribuye el producto obtenido entre los acreedores afectados por la quita, según el orden estricto de prelación de derechos existente antes de alcanzarse el punto de no viabilidad. En el periodo comprendido entre la recapitalización y la venta del banco, los directivos y los miembros del consejo de administración responsables de la quiebra podrán, en su caso, ser sustituidos. Los depósitos asegurados quedan enteramente a salvo de los efectos de la quita, aplicándose en su lugar una tasa al sistema de seguro de depósitos nacional correspondiente.

Ilustración básica del mecanismo: sin depósitos asegurados

El tratamiento de los depósitos asegurados reviste fundamental importancia para cualquier mecanismo de resolución que se aplique a bancos. No obstante, las características esenciales del mecanismo de resolución financiada por acreedores pueden ilustrarse mejor suponiendo en un primer momento que el banco no tiene depósitos asegurados. El tratamiento de estos depósitos, expuesto en el apartado «Ilustración ampliada del mecanismo: con depósitos asegurados», amplía el enfoque básico aquí descrito.

Los balances del banco reflejados en los gráficos y tablas siguientes representan balances contables. Como se indicó en la introducción, el capital

⁴ El mecanismo podría en principio aplicarse a cualquier banco en el punto de no viabilidad, pero la liquidación de un banco en quiebra puede mantenerse como primera elección de las autoridades cuando pueda hacerse sin consecuencias graves para la estabilidad financiera; sin embargo, para evitar cualquier expectativa de respaldo de los contribuyentes, las autoridades deberán contar con mecanismos que permitan, en su caso, una recapitalización forzosa financiada por los acreedores.

contable de numerosos bancos que devinieron inviables durante la crisis financiera era positivo. El problema fue que la cuantía de los recursos propios era insuficiente para cubrir las expectativas del mercado de pérdidas futuras. Siendo así, los mercados rehusaron prestarles fondos; si las autoridades tampoco les prestaron, los bancos quebraron. La ilustración siguiente no refleja la ocurrencia efectiva de pérdidas en el banco recapitalizado, pues estas no se conocen en el momento de la recapitalización. Lo que sí muestra es cómo el mecanismo propuesto eleva los recursos propios al nivel considerado suficiente para cubrir las pérdidas esperadas.

Paso 1: Recapitalización del banco durante el fin de semana

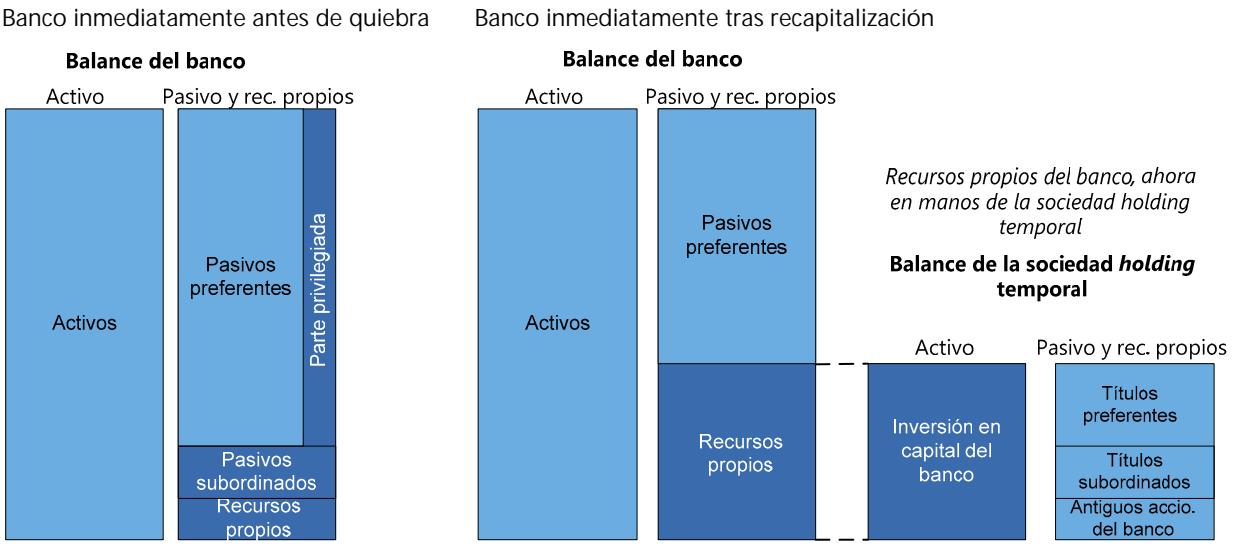
Cuando un banco TBTF deviene inviable, las autoridades nacionales inician en el fin de semana la transferencia forzosa inmediata de su titularidad a una sociedad tenedora de participaciones temporal de nueva creación (convirtiéndose las acciones ordinarias del banco en el activo de la sociedad tenedora de participaciones). A cambio, los antiguos accionistas del banco adquieren un derecho residual sobre la sociedad tenedora de participaciones, cuyos derechos de voto se confieren a la autoridad de resolución.

Para recapitalizar el banco durante el fin de semana, la autoridad de resolución practica una quita sobre todos los pasivos subordinados y simultáneamente a una proporción de todos los pasivos preferentes no asegurados ni garantizados. Al ser los recursos propios la diferencia entre activo y pasivo, la disminución del pasivo aumenta de forma correspondiente los recursos propios (Gráfico 1, pares de barras izquierdo y central). Hasta este punto no se ha realizado ningún ajuste en los activos del banco, por lo que el tamaño total del balance no ha cambiado, sino únicamente la composición de pasivo y recursos propios.

La autoridad de resolución determinará la proporción de pasivos preferentes afectados por la quita. Su decisión deberá basarse en una estimación generosa de la cuantía de recursos propios que debería constituir para que el banco pueda encajar la gama de posibles pérdidas que podría aún incurrir. Es decir, las autoridades deberán estar convencidas, y convencer también al mercado, de que el banco se

Operativa del mecanismo, sin depósitos asegurados: recapitalización durante el fin de semana

Gráfico 1



mantendrá suficientemente capitalizado a medida que vayan materializándose pérdidas. Según se explica más adelante, las autoridades pueden realizar una estimación generosa porque el importe de la quita no determina las pérdidas que en último término sufrirán los acreedores.

A los inversores afectados por las quitas se les confieren derechos (en forma de títulos) sobre la sociedad tenedora de participaciones temporal iguales en importe y rango a sus derechos sobre el banco objeto de quita (Gráfico 1, par de barras derecho, «Títulos preferentes» y «Títulos subordinados»).

El impacto del paso 1 puede ilustrarse con un ejemplo numérico. Supongamos que, inmediatamente antes de devenir inviable (Gráfico 1, par de barras izquierdo), el balance del banco es el siguiente:

Balance del banco inmediatamente antes de ser inviable

Activos: 100 \$	Pasivos preferentes: 91 \$
	Pasivos subordinados: 5 \$
	Recursos propios: 4 \$

Aunque el banco tiene 4 \$ de capital contable, el mercado desconfía de que esta cantidad sea suficiente para cubrir potenciales pérdidas futuras habida cuenta del grado de riesgo de sus activos. Para disipar esas dudas en el proceso de recapitalización, las autoridades estiman que el banco necesitará recursos propios por importe de 16 \$ para mantenerse activo. Para lograr este nivel de recursos propios, se cancelan contablemente 7 \$ de pasivos preferentes y la totalidad de los pasivos subordinados (5 \$). Tras practicar estas quitas (Gráfico 1, par de barras central), el balance del banco queda así:

Balance del banco inmediatamente después de la recapitalización

Activos: 100 \$	Pasivos preferentes: 84 \$
	Recursos propios: 16 \$

El paso 1 también transfiere la titularidad del banco a una sociedad tenedora de participaciones de nueva creación e incluye la emisión de sus títulos a inversores preferentes y subordinados, así como a antiguos accionistas del banco, por importe de las quitas aplicadas. Por lo tanto, el balance de la sociedad tenedora de participaciones después del paso 1 sería:

Balance de la sociedad tenedora de participaciones inmediatamente después de la recapitalización

Activos (los recursos propios del banco): 16 \$	Títulos preferentes: 7 \$
	Títulos subordinados: 5 \$
	Antiguos accionistas del banco: 4 \$

Paso 2: El banco reanuda su actividad tras el fin de semana

Al término del fin de semana, las autoridades anuncian que la recapitalización ha proporcionado al banco capital suficiente para proteger a los tenedores de aquellas

obligaciones que continúan en su balance. El lunes por la mañana, las autoridades reabren el banco y pueden prestarle cualquier liquidez auxiliar que fuese necesaria y adecuada al estar ahora bien capitalizado, es decir, al ser sus recursos propios suficientes para cubrir futuras pérdidas esperadas. Los directivos y miembros del consejo de administración podrán, en su caso, ser sustituidos. Si fuera necesario, podrá reajustarse el valor en libros de cualesquiera activos sobrevalorados o pasivos infravalorados (tales reajustes no se reflejan en los gráficos).

Paso 3: Venta del banco recapitalizado

La sociedad tenedora de participaciones temporal está obligada a vender el banco en los meses siguientes a su recapitalización. Tras la venta, la sociedad tenedora de participaciones se liquida mediante la distribución del producto de la venta del banco entre los antiguos inversores en el banco conforme al orden de prelación de sus derechos.

El Gráfico 2 ejemplifica una venta en la que los inversores adquieren el banco por un importe inferior al valor de los recursos propios reflejados en el balance. Este importe refleja la estimación que hacen los inversores de sus pérdidas y ganancias futuras, que aún no están reconocidas en el balance. La diferencia entre lo pagado por los inversores y los recursos propios del banco es la pérdida que asumirán los antiguos accionistas y los acreedores del banco que hayan sufrido una quita.

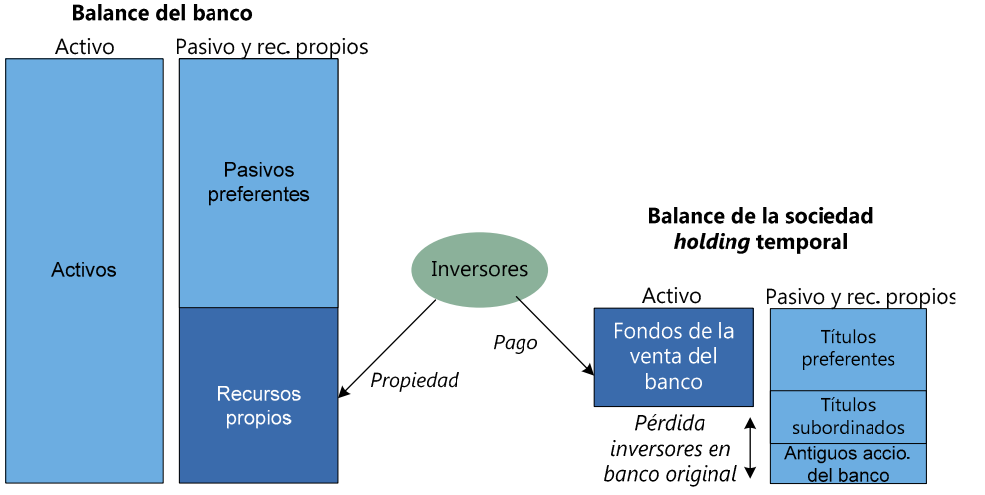
El ejemplo numérico anterior permite ilustrar a continuación el impacto del paso 3. Supóngase que los inversores pagan a la sociedad tenedora de participaciones solo 10 \$ por la totalidad de acciones del banco, que es menos que el valor contable de los recursos propios del banco de 16 \$.

A continuación la sociedad tenedora de participaciones se liquida, distribuyéndose sus activos (los 10 \$ recibidos por la venta del banco) entre acreedores y accionistas según el orden estricto de prelación de derechos. Pero los activos no alcanzan para satisfacer la totalidad de esas obligaciones. En este ejemplo, 7 \$ se adjudican a los tenedores de títulos preferentes (que quedan con

Operativa del mecanismo, sin depósitos asegurados: venta del banco

Gráfico 2

Venta por la sociedad holding y distribución del producto a los antiguos acreedores respetando estrictamente la prelación de créditos



ello plenamente resarcidos); los 3 \$ restantes se adjudican a los tenedores de títulos subordinados (reciben únicamente 3 \$, cuando sus derechos ascienden a 5 \$), y los antiguos accionistas del banco no reciben nada⁵. El resultado queda reflejado en el balance siguiente:

Balance de la sociedad tenedora de participaciones inmediatamente después de la venta del banco

Activos (efectivo obtenido de la venta del banco): 10 \$	Títulos preferentes: 7 \$ (reciben 7 \$) Títulos subordinados: 5 \$ (reciben 3 \$) Antiguos accionistas del banco: 4 \$ (reciben 0 \$)
--	--

Ilustración ampliada del mecanismo: con depósitos asegurados

En realidad, un balance bancario incluye tanto depósitos asegurados como no asegurados. Añadir a la ilustración los depósitos asegurados no altera la operativa del mecanismo propuesto. Este mecanismo otorga a los depósitos *no asegurados* un tratamiento idéntico al que daba a los otros pasivos preferentes en la ilustración básica anterior: les aplica la misma quita parcial que aplica a los demás acreedores preferentes con derechos de igual rango y les compensa con títulos emitidos por la sociedad tenedora de participaciones⁶. Ahora bien, las autoridades habrán de garantizar de forma inequívoca que los depósitos *asegurados* gozarán de total protección durante la recapitalización forzosa de un banco TBTF para evitar un pánico bancario y promover la estabilidad financiera.

Tal garantía inequívoca no se deriva necesariamente de un plan que primero imputa parte de las pérdidas a los depositantes asegurados y luego les pide que reclamen compensación al sistema de seguro de depósitos. Aunque ajustado a la prelación de derechos, ese enfoque indirecto minaría la confianza en el sistema financiero y desataría retiradas de fondos. También es innecesario. Un enfoque más eficaz para mantener la confianza de los depositantes asegurados en un plan de recapitalización financiado por los acreedores resulta ser también mucho más simple: exigir a los sistemas de seguro de depósitos soportar directamente las pérdidas, sin tocar los depósitos asegurados.

Este enfoque opera de la manera siguiente: en lugar de practicar una quita parcial sobre los depósitos asegurados en el proceso de crear recursos propios, los recursos propios requeridos se obtendrían de un pago que realizaría el sistema de seguro de depósitos directamente al banco (aumentando así el activo del banco). El sistema de seguro de depósitos adquiriría entonces derechos de crédito sobre la sociedad tenedora de participaciones con arreglo al paso 3 de la ilustración básica, junto a los acreedores no asegurados cuyos derechos de crédito se minorasen.

⁵ Los acreedores preferentes solo habrían sufrido pérdidas si el importe que los nuevos inversores pagan por el banco hubiese sido inferior al valor de sus derechos de crédito sobre la sociedad tenedora de participaciones.

⁶ En aras de la simplicidad, el artículo supone que no existe «preferencia de los depositantes» en la jurisdicción en que se aplica el mecanismo. Es decir, no existe ningún requisito legal que privilegie los derechos de los depositantes sobre otros derechos preferentes en la liquidación. En caso de existir dicha preferencia, los fondos de los depositantes no asegurados, y el sistema de seguro de depósitos respecto de los fondos de los depositantes asegurados, no deberían verse afectados por la quita del mecanismo propuesto, a no ser que todos los derechos de crédito de menor rango ya se hubiesen cancelado contablemente por completo.

A continuación se recapitulan los tres pasos de la ilustración básica, pero ahora en el contexto de un banco TBTF con depósitos asegurados.

Paso 1 con depósitos asegurados: Recapitalización del banco durante el fin de semana

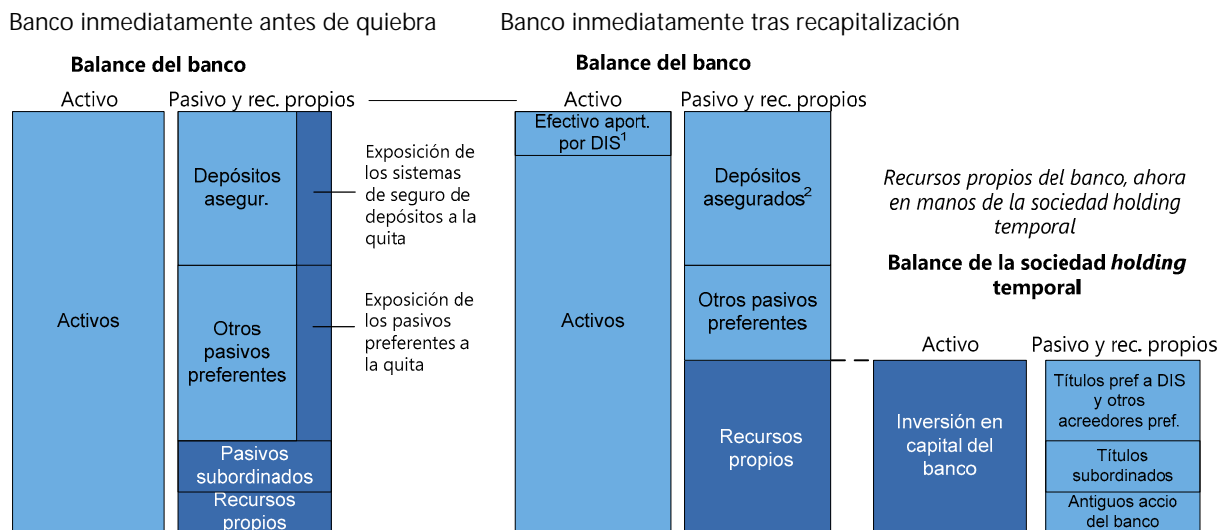
Este paso es esencialmente el mismo que el ya descrito para el caso en el que no existían depósitos asegurados, salvo en que, en lugar de aplicar una quita sobre una porción de los depósitos asegurados para crear recursos propios, se impone al sistema de seguro de depósitos (DIS) que efectúe un pago al banco por ese mismo importe. En consecuencia, la quita no afecta en absoluto a los depositantes asegurados. Sin embargo, junto con los otros acreedores preferentes, el DIS recibirá los títulos de mayor preferencia emitidos por la sociedad tenedora de participaciones⁷ (Gráfico 3). El DIS mantiene un importe de estos títulos igual a la porción de depósitos asegurados del banco que en otro caso habrían sido objeto de quita.

Paso 2 con depósitos asegurados: El banco reanuda su actividad tras el fin de semana

Este paso es esencialmente el mismo que el ya descrito para el caso en el que no existían depósitos asegurados, salvo en que las autoridades también anunciarían en su comunicado que los depósitos asegurados han quedado salvaguardados por el DIS y que los fondos de los depositantes asegurados permanecen intactos.

Operativa del mecanismo, con depósitos asegurados: recapitalización durante el fin de semana

Gráfico 3



¹ Pago del sistema de seguro de depósitos (DIS) al banco por razón de las pérdidas correspondientes a la parte de quita soportada por los depositantes. ² No resultan afectados por la quita en virtud del pago realizado por el DIS.

⁷ Si en una jurisdicción existiese orden de prelación entre los depositantes, únicamente el DIS y los depositantes no asegurados recibirían los títulos de mayor preferencia de la sociedad tenedora de participaciones. Otros acreedores preferentes del banco recibirían títulos inmediatamente subordinados.

Paso 3 con depósitos asegurados: Venta del banco recapitalizado

Este paso es esencialmente el mismo que el ya descrito para el caso en el que no existían depósitos asegurados, salvo en que el producto de la venta del banco se adjudicará al DIS y a los tenedores de otros derechos preferentes de igual rango con preferencia sobre cualesquiera otros inversores.

Tratamiento de la financiación asegurada en caso de recapitalización

Para que un plan de resolución sea compatible con acuerdos previos celebrados con inversores, la financiación garantizada que se preste a un banco deberá seguir protegida. Pero el alcance de dicha protección debería limitarse al de la cobertura efectiva de los derechos de los inversores por la garantía. Cualquier importe de dicha financiación no asegurado por falta de garantías al alcanzarse el punto de no viabilidad debería someterse a minoraciones contables junto con otros créditos no garantizados.

Comparación con otros métodos de recapitalización

El método propuesto incluye elementos de dos tipos genéricos de recapitalización establecidos o en consideración (el método de rescate interno y ciertos métodos de resolución mediante una sociedad tenedora de participaciones) que aspiran a recapitalizar con rapidez (por ejemplo, durante un fin de semana) un banco o grupo bancario inviable:

- *Mecanismos de rescate interno.* Se proponen lograr la recapitalización mediante la conversión directa de derechos de crédito de los acreedores del banco en acciones ordinarias de nueva emisión⁸. Los regímenes de rescate interno que emiten inmediatamente acciones ordinarias a los acreedores bancarios al alcanzarse el punto de no viabilidad según alguna fórmula predeterminada se denominan aquí «métodos de rescate interno directo».
- *Mecanismo de resolución mediante una sociedad tenedora de participaciones (ciertos mecanismos de «punto único de entrada»)*⁹. Por lo general, se aplica a bancos que, antes de devenir inviables, pertenecen a una sociedad tenedora de participaciones no operativa que ha emitido deuda. En el caso de que el grupo bancario en su conjunto necesite recapitalización, puede exigirse a la sociedad tenedora de participaciones que venda el banco o lo traspase a la autoridad de resolución, lo que tiene el efecto de recapitalizar el grupo al descargarlo de pasivos a nivel de sociedad tenedora de participaciones.

⁸ Para información adicional, véase Fondo Monetario Internacional: «From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions», *Staff Discussion Note* 12/03, Washington, abril de 2012.

⁹ A los efectos de este artículo, la resolución mediante una sociedad tenedora de participaciones se refiere al «punto único de entrada» considerado por las autoridades estadounidenses. El enfoque de EE.UU. sobre el punto único de entrada se centra en la recapitalización del grupo bancario en su conjunto mediante la imputación de pérdidas a nivel de sociedad matriz, cuando esta fuese una sociedad tenedora de participaciones no operativa de un grupo bancario TBTF. Para más información al respecto, y sobre el enfoque del Banco de Inglaterra sobre la recapitalización basada en el «punto único de entrada», consúltese Federal Deposit Insurance Corporation and Bank of England: *Resolving globally active, systemically important, financial institutions*, diciembre de 2012.

En la práctica existen muchos otros mecanismos de recapitalización, cada uno con múltiples variantes. En concreto, algunos se proponen la recapitalización en un plazo más amplio que permita a las autoridades nacionales realizar una valoración precisa de las necesidades de recapitalización del banco inviable (aquí, denominados conjuntamente «métodos de recapitalización gradual»). Un ejemplo de enfoque de recapitalización gradual puede ser un régimen de rescate interno modificado que posponga la conversión de los derechos de crédito de los acreedores del banco hasta disponer de la valoración oficial de sus necesidades de recapitalización. Un enfoque tal puede también concretarse en un «banco puente», que escinde una institución en un «banco bueno» y un «banco malo» en función de una valoración detallada de las necesidades de capital del banco bueno.

Aunque el mecanismo propuesto en este artículo incluye elementos de los anteriores métodos de recapitalización existentes o en consideración, su diseño busca evitar los principales inconvenientes de estos. Podría constituir, por lo tanto, el *único* enfoque que simultáneamente: (i) respete el orden de prelación de créditos (maximizando la eficiencia en costes); (ii) logre la recapitalización durante el fin de semana, ofreciendo a los inversores certeza inmediata de su pérdida máxima (mitigando riesgos para la estabilidad financiera), y (iii) se aplique a la totalidad de los acreedores no asegurados de un grupo TBTF (eliminando el riesgo moral).

Comparación con métodos de rescate interno

Respeto al orden de prelación de créditos

Cuando se liquida una sociedad, el liquidador vende los activos de la sociedad y retorna el producto a los acreedores preferentes, acreedores subordinados y accionistas, en ese estricto orden (es decir, según la jerarquía u orden de prelación de crédito). Esto implica que los accionistas no recibirán nada cuando un acreedor asuma pérdidas, y que otro tanto sucederá con los acreedores subordinados cuando las sufran los preferentes.

Los métodos de rescate interno directo, sin embargo, no respetan plenamente tal jerarquía. Operan convirtiendo directamente en acciones derechos de crédito de los acreedores del banco, produciendo un efecto dilutivo sobre los derechos de los accionistas existentes, pero sin dejarles con las manos vacías, aun cuando los acreedores existentes sufran pérdidas¹⁰. Esta vulneración del orden de prelación no ocurriría con el mecanismo propuesto de recapitalización financiado por los acreedores, ya que con arreglo a este los accionistas solo recibirían compensación si se resarciera plenamente a los acreedores e, igualmente, los acreedores subordinados solo serían compensados si se resarciera por completo a los acreedores preferentes.

¹⁰ Los acreedores sufrirán una pérdida cuando el valor de las acciones que reciban sea menor que el importe en que se reduzcan sus derechos previos de crédito, un resultado que será inevitable si son considerables las necesidades de recapitalización del banco. Cabría sostener que, si los acreedores admitiesen la posibilidad de sufrir una pérdida antes de que los accionistas del banco quedasen con las manos vacías (por ejemplo, al adquirir un instrumento de deuda que previese tal eventualidad en sus términos y condiciones, en lo que se denomina «rescate interno contractual»), entonces se habría creado una nueva prelación de derechos. Ahora bien, aquí se considera si los enfoques de resolución respetan la jerarquía de acreedores *existente* aplicable en caso de liquidación, argumentando que su respeto es clave para reducir la incertidumbre y atraer a la significativa masa de inversores en deuda existente (véase la sección «Profundidad del acceso al mercado y liquidez», más adelante).

Compensación de acreedores

Cualquier mecanismo que implique quitas a acreedores para recapitalizar un banco en el punto de no viabilidad sitúa a las autoridades en una posición difícil. Por un lado, las quitas deberían ser lo suficientemente grandes como para garantizar que el banco recapitalizado pueda sobrevivir sin la asistencia del erario público. Por otro, si las autoridades han de dispensar a los acreedores un trato equitativo y mitigar la inestabilidad financiera, no querrán imputarles pérdidas innecesariamente elevadas. Por lo demás, cualquier demora en la decisión sobre el nivel de la quita mantendría la incertidumbre sobre las pérdidas que habrían de soportar los acreedores, con graves consecuencias para la estabilidad financiera.

El mecanismo de recapitalización aquí propuesto permite a las autoridades alcanzar un buen equilibrio entre estabilidad y equidad. Estas pueden adoptar un enfoque prudente y oportuno sobre la cuantía de las quitas practicadas a los acreedores que se precisa para recapitalizar el banco durante el fin de semana. Esto ofrece a los acreedores certeza *inmediata* sobre su pérdida *máxima*, mitigando con ello los riesgos para la estabilidad financiera. Asimismo, garantiza a los acreedores que, al margen del importe de esa quita, serán en último término correctamente compensados, ya que el importe recibido del mercado por la venta del banco recapitalizado en el paso 3 prevalecerá sobre el importe que fuera objeto de quita en el paso 1¹¹.

A modo de ejemplo, imagínese que las autoridades deciden cancelar contablemente una proporción significativa de los derechos de crédito de los acreedores preferentes para garantizar que el banco queda muy bien capitalizado e indiscutiblemente capaz de cumplir sus compromisos con todos los demás acreedores. Esto aumentaría el valor del banco recapitalizado, el cual alcanzaría un precio más alto en el momento de su venta. Un precio superior significa, a su vez, que habrá más fondos para distribuir a esos mismos acreedores preferentes en compensación por la quita sufrida. Esta dinámica autocorrectiva proporciona un valor de mercado a los acreedores y protege a las autoridades de acusaciones de penalizar (o favorecer) a los acreedores en su intento por restaurar sin demora la estabilidad financiera.

El uso de la valoración de mercado para determinar la imputación de pérdidas a los acreedores contrasta drásticamente con el enfoque para imputar pérdidas con arreglo al método del rescate interno *directo*. Los métodos de rescate interno directo buscan transparencia sobre la pérdida que sufrirán los acreedores al convertir deuda en recursos propios sin preaviso. Pero, al hacerlo, fijan el número de acciones emitidas a los acreedores antes de conocerse el valor de mercado del banco tras la recapitalización. Por tanto, un rescate interno directo distribuye una cantidad desconocida de valor a los acreedores y, en consecuencia, es probable que les sobrecompense o infracomense por la pérdida de sus derechos de crédito previos. Al comprar deuda de un rescate interno, los inversores querrán que se les

¹¹ El uso de la valoración de mercado del banco y su respeto por la jerarquía de acreedores asemeja mucho este mecanismo al procedimiento de liquidación ordinario en términos de imputación de pérdidas. Cuando una sociedad quiebra y entra en liquidación concursal, los derechos normales de accionistas y acreedores se sustituyen por derechos sobre la venta de los activos societarios. Al utilizarse el mecanismo propuesto para recapitalizar un banco, la sociedad tenedora de participaciones temporal actúa de hecho como síndico; sin embargo, en lugar de enajenar los distintos activos del banco, vende este en su conjunto como empresa en funcionamiento. Como mantener la continuidad del negocio bancario preserva el valor de franquicia, la venta del banco íntegro debería por lo general aportar mayor valor a los acreedores que su liquidación.

pague por asumir esta incertidumbre, por lo que el rescate interno directo entraña un coste que no existe en el mecanismo de recapitalización aquí propuesto. (No obstante, ciertos mecanismos de rescate interno modificados intentan resolver este aspecto de la compensación posponiendo la conversión de los derechos de los acreedores del banco; estos se examinan en la sección «Comparación con los métodos de recapitalización gradual», más adelante.)

Profundidad del acceso al mercado y liquidez

Un factor adicional importante en el coste de financiación de un banco es la profundidad y liquidez de los mercados para los instrumentos de deuda que emite. En la práctica, numerosos inversores en deuda bancaria tienen mandatos que les prohíben invertir en acciones. Esto hace menos probable que los actuales bonistas consideren aceptable la deuda del rescate interno, potencialmente convertible en acciones (y sin certeza sobre la adecuación de la compensación recibida), lo que hace más probable su menor liquidez frente a la de un instrumento de deuda puro.

En cambio, la deuda sujeta al mecanismo de recapitalización propuesto no requiere que los inversores estén autorizados a recibir acciones y asegura una compensación adecuada y plenamente conforme con la prelación de derechos. Los inversores en deuda reciben dinero de la venta del banco, tal como sucedería de hecho con la venta de los activos del banco en caso de liquidación. Por tanto, es más probable que esta deuda goce de liquidez, ya que es más probable que se califique como deuda, se incorpore a índices de deuda y sea apta para inversores existentes en deuda nacionales e internacionales.

En suma, comparado con un rescate interno directo, el mecanismo propuesto probablemente maximice la profundidad del acceso a los mercados de crédito y la liquidez respetando la estructura de los mercados de inversión *existentes*, en lugar de tratar de alterarlos para crear nuevos mercados para cantidades significativas de instrumentos híbridos de deuda y capital.

Base accionarial

En el marco de los mecanismos de rescate interno directo, los accionistas post-rescate del banco son una combinación de accionistas pre-rescate y acreedores. En el del mecanismo de recapitalización, en cambio, los accionistas son inversores nuevos y de buen grado en recursos propios, que activamente han elegido adquirir el banco recapitalizado. El mecanismo propuesto evita de este modo la situación en la que los bonistas pueden convertirse de forma inesperada en accionistas y, por tanto, no estar preparados para desempeñar funciones clave como elegir un nuevo equipo directivo para el banco. Asimismo, en el marco del mecanismo de recapitalización, los nuevos inversores en acciones del banco pueden quedar sujetos a todos los procedimientos de escrutinio habituales a los que las autoridades reguladoras someten a los posibles nuevos propietarios de bancos, lo que podría no ser el caso en un rescate interno directo en el que inmediatamente se emitieran acciones a los acreedores afectados por la conversión.

Comparación con la resolución mediante sociedad tenedora de participaciones («punto único de entrada»)

Eficiencia en costes

El mecanismo de recapitalización propuesto se centra en la absorción de pérdidas a nivel de banco (es decir, a nivel de empresa operativa), aunque también puede aplicarse a cualquier entidad de un grupo bancario. Esto contrasta con un método que se centre en imputar pérdidas a la deuda emitida por una sociedad tenedora de participaciones ya existente propietaria del banco. Esto último probablemente conlleve un coste innecesario resultante de la «subordinación estructural». Básicamente, la deuda emitida por la sociedad tenedora de participaciones está de facto subordinada en el orden de prelación de créditos a cualquier deuda emitida por la filial bancaria operativa, y por tanto es más cara.

Valga un sencillo ejemplo. Considérese un grupo bancario consistente en una sociedad tenedora de participaciones propietaria de una única filial bancaria. Supongamos que, al objeto de mejorar la resolubilidad del grupo, las autoridades exigen la emisión de un elevado volumen de deuda capaz de absorber pérdidas en caso de resolución. ¿De qué entidad sería más eficiente emitirla, de la sociedad tenedora de participaciones o de la filial bancaria operativa? La respuesta es: de la filial.

La deuda emitida a nivel de sociedad tenedora de participaciones está «estructuralmente subordinada» a la emitida a nivel de banco operativo porque depende del dividendo ordinario pagado por el banco a la sociedad tenedora de participaciones para satisfacer el pago de intereses devengados. El consejo de administración o la dirección del banco operativo están facultados para suspender el pago de dividendos sobre acciones; además, en condiciones de tensión las autoridades reguladoras tienen también potestad para reducir o suspender dichos dividendos. La subordinación estructural comporta, pues, discreción tanto regulatoria como en la gestión, y crea una incertidumbre que presionará al alza tanto el coste de la deuda emitida a nivel de sociedad tenedora de participaciones como el coste total de financiación del grupo bancario¹².

En cambio, la deuda emitida a nivel de banco no depende de la declaración discrecional de unos dividendos, sino tan solo de que el banco evite la quiebra. Por otra parte, reducir los dividendos para reconstituir capital ordinario de hecho mejora la protección de la deuda emitida por el banco, que ahora está respaldada por un colchón mayor de capital ordinario. En la práctica, las agencias de calificación crediticia, incluidas las dos principales agencias internacionales de calificación de bancos, han valorado históricamente la deuda emitida por una sociedad tenedora de participaciones no operativa al menos un escalón por debajo de la emitida por su banco operativo debido a la subordinación estructural y a otras consideraciones. En el caso de grupos con menor calificación o sometidos a tensiones financieras, la calificación relativa menor puede ser incluso inferior. Además, estas prácticas tan asentadas se han vuelto a confirmar recientemente en

¹² La subordinación estructural es independiente de la jurisdicción, pero su impacto se puede magnificar cuando el regulador de la sociedad tenedora de participaciones es diferente del regulador de la filial bancaria operativa, y más cuando los reguladores son de diferentes jurisdicciones.

el contexto de la Ley Dodd-Frank y las estrategias de resolución de sociedades tenedoras de participaciones¹³.

Riesgo moral

El mecanismo de recapitalización propuesto está diseñado para afrontar el riesgo moral de manera más integral que en la resolución mediante una sociedad tenedora de participaciones (o «punto único de entrada»). Lo hace imputando pérdidas a *todos* los acreedores no asegurados del banco, en vez de solo a un subconjunto de títulos de deuda emitidos por la sociedad tenedora de participaciones.

Un problema obvio de limitar la imputación de pérdidas solo a los acreedores de la sociedad tenedora de participaciones (o a ciertas clases de acreedores del banco operativo) es que el importe total que pudiera minorarse contablemente podría resultar insuficiente para recapitalizar el banco. Asimismo, los demás acreedores podrían creer que sus créditos siguen estando garantizados si no existe un mecanismo por el que se les puedan imputar pérdidas si se hiciera necesaria una recapitalización.

También existen problemas de más alcance cuando la deuda emitida por una sociedad tenedora de participaciones, o ciertas categorías limitadas de deuda emitida por el banco, se vinculan para constituir la fuente primaria de financiación que asumirá el coste de la recapitalización. Al ser mucho más fácil imputar pérdidas a los créditos simples de acreedores preferentes (p. ej., títulos de deuda emitidos a inversores externos) que a los más complejos (p. ej., derivados), las estrategias de resolución que tratan de asegurar que la cuantía de fondos sea suficiente para cubrir posibles pérdidas tienden a imputar en primer lugar dichas pérdidas a los créditos más simples. Una situación similar puede darse también cuando las autoridades tratan de evitar que la financiación a corto plazo asuma pérdidas en una resolución o recapitalización. La desventaja de tales enfoques es que no se respeta la prelación de créditos, resultando los créditos preferentes más complejos y de menor duración de hecho subvencionados por los menos complejos y de mayor duración. Este resultado puede desvirtuar medidas reguladoras recientes encaminadas a reducir la complejidad y aumentar la duración de la financiación, corriéndose el riesgo de debilitar con el tiempo la resiliencia del sistema financiero mundial.

El mecanismo de recapitalización propuesto es aplicable a cualquier acreedor no asegurado de cualquier entidad jurídica que sea parte de un grupo financiero (se trate de un grupo bancario, de sociedades y agencias de valores, asegurador o de otro tipo) para el que las autoridades deseen contar con una alternativa al rescate a costa del erario público. Puede aplicarse a la entidad operativa TBTF que en concreto enfle la quiebra dentro del grupo, sea esta la sociedad tenedora de participaciones o una filial. Esta aplicabilidad universal nace del hecho de que la sociedad tenedora de participaciones temporal únicamente se constituye al activarse el mecanismo de recapitalización. Al ser dicha sociedad tenedora de participaciones temporal ajena a la estructura del grupo existente, puede utilizarse

¹³ Para las metodologías de las agencias de rating, véanse, p. ej., Standard and Poor's, *Reassessing US non-operating financial holding company creditworthiness under the Dodd-Frank Act*, 10 de diciembre de 2012, y *Criteria: financial institutions: general: analytical approach to assessing non-operating holding companies*, 17 de marzo de 2009; así como Moody's Investors Service, *Reassessing systemic support in US bank ratings – An update and FAQs*, 27 de marzo de 2013.

para recapitalizar cualquier entidad de un grupo TBTF. Esto contrasta con la utilización de un punto único de entrada, que por diseño se basa únicamente en imputar pérdidas a la deuda emitida por la entidad matriz del grupo, limitando su capacidad para abordar el riesgo moral entre entidades del grupo.

Señalización de mercado

Al margen de problemas de riesgo moral, utilizar un punto único de entrada puede adolecer del problema de señalización de mercado. Piénsese en un gran grupo bancario, compuesto por una sociedad tenedora de participaciones y numerosas filiales bancarias internacionales, que los participantes en el mercado consideren demasiado grande para permitir su quiebra. En un modelo de resolución basado en una sociedad tenedora de participaciones, la deuda emitida por la sociedad tenedora de participaciones sería la fuente de financiación que soportaría pérdidas si el grupo tuviese que ser recapitalizado. Es decir, esta deuda actúa de hecho como una fuente de capital que protege a los acreedores de las filiales bancarias. Esto implica que si una filial determinada asume riesgos excesivos, debe elevarse el coste de la deuda para la sociedad tenedora de participaciones, actuando como señal de mercado e imponiendo cierta disciplina de mercado en el grupo. No obstante, en este modelo no cabe atribuir con certeza ese aumento del coste de financiación a nivel de sociedad tenedora de participaciones a los riesgos asumidos por una filial en concreto: es decir, la fuente de la señal de mercado está oculta.

En el mecanismo de recapitalización propuesto serían los propios acreedores de las filiales quienes soportarían el coste de la recapitalización. Esto significa que si una filial asume riesgos excesivos, debería elevarse el coste de financiación de esa filial en concreto. Por lo tanto, la fuente de la señal de mercado es clara y la disciplina de mercado se impone a la persona jurídica que en concreto está asumiendo riesgos excesivos. Las señales de mercado mejor definidas en el mecanismo propuesto deberían permitir a los supervisores, gestores de riesgos y órganos de dirección identificar con más precisión el origen de las prevenciones del mercado por la toma de riesgos en un grupo complejo. Esto a su vez debería contribuir a la asignación eficiente del capital en todo el grupo.

Comparación con los métodos de recapitalización gradual

Los métodos de recapitalización gradual, que, según se definieron antes, incluyen métodos de rescate interno modificados y estructuras de bancos puente, posponen tanto la decisión sobre la cuantía como, posiblemente, la imputación de pérdidas a los acreedores hasta disponer del resultado de una valoración detallada del banco una vez inviable. Esta valoración, que pueden realizar las propias autoridades o consultores independientes, es utilizada por las primeras para determinar el nivel de pérdidas que se imputará a los accionistas y acreedores para recapitalizar el banco. El objetivo es estimar el valor del banco de forma más precisa de lo que cabe hacer en un fin de semana e imputar pérdidas a los acreedores intentando respetar la prelación de sus créditos.

Sin embargo, al margen del problema del grado de subjetividad de cualquier valoración, un inconveniente de este enfoque es que no ofrece a los inversores certeza inmediata sobre su pérdida máxima. Antes bien, amplía la incertidumbre a la *cantidad total* de los fondos de todos los acreedores a los que a la larga podrían imputárseles pérdidas como resultado de la valoración. Esta mayor incertidumbre podría magnificar la inestabilidad financiera, exacerbar el flujo de noticias negativas

y dañar el valor de franquicia del banco, provocando en último término innecesarias pérdidas adicionales a los acreedores. Por el contrario, el mecanismo de recapitalización propuesto permite a las autoridades acotar rápidamente la incertidumbre, limitando las pérdidas de los acreedores a la cuantía de sus fondos que queda inmediatamente sujeta a quita en el paso 1. Esto debería permitir alcanzar el objetivo fundamental de estabilidad financiera de poner fin a la incertidumbre existente antes del anuncio de la recapitalización del banco.

En resumen, el rescate interno directo tiende a mitigar los riesgos para la estabilidad financiera (mediante la rápida imputación de pérdidas a los acreedores para lograr la recapitalización), mientras que la recapitalización gradual trata de imputar pérdidas a los acreedores de una manera que respete la prelación de créditos y tenga en cuenta de forma más precisa el valor del banco recapitalizado. El diseño del mecanismo de recapitalización propuesto permite alcanzar *ambos* beneficios simultáneamente.

Aplicación

Este artículo se ha centrado en las principales ventajas del diseño del mecanismo de recapitalización que ilustra. Sin embargo, al igual que con otros métodos de recapitalización, antes de su aplicación habría que detallar y comunicar a las partes interesadas varios aspectos operacionales y legales de esta propuesta. En concreto, el tratamiento detallado de los distintos tipos de derechos de crédito de los acreedores preferentes, incluidos todos aquellos que sean complejos. Por lo tanto, se recomendaría un enfoque pragmático y por etapas en su implementación.

En su primera etapa, el mecanismo propuesto de recapitalización financiada por los acreedores se aplicaría a la totalidad de los derechos de accionistas y de acreedores subordinados. Las autoridades exigirían a los grandes bancos que mantuvieran una cantidad suficiente de deuda subordinada en circulación con la que cubrir el grueso de sus necesidades de recapitalización (requisito que podría relajarse tras la segunda etapa).

Una vez establecido el tratamiento detallado de los derechos preferentes, y abordados los aspectos operacionales y legales significativos, en la segunda etapa se aplicaría simultáneamente y de forma equitativa el mecanismo de quita a la totalidad de créditos preferentes no asegurados, por muy complejos que fueran estos derechos. La eventualidad de que los depositantes no asegurados sufrieran una pérdida en esta etapa implica que las autoridades tendrían que considerar cuidadosamente el nivel adecuado del seguro de depósitos y la cuestión del orden de preferencia de los depositantes (es decir, si se legislará para otorgarles prioridad sobre otros derechos preferentes).

Conclusiones

Este artículo propone un mecanismo de recapitalización sencillo que es compatible con los derechos de los acreedores y que permite recapitalizar un banco TBTF en el transcurso del fin de semana sin recurrir al dinero de los contribuyentes. Incluye elementos de estrategias de recapitalización existentes de forma tal que preserva sus respectivas ventajas y evita sus principales inconvenientes. Se sirve del propio

mercado para determinar las pérdidas que los acreedores tendrán que soportar para recapitalizar el banco y utiliza una sociedad tenedora de participaciones temporal para garantizar que las pérdidas se imputan respetando estrictamente el orden de prelación de créditos. Comparado con otros, el mecanismo propuesto podría ser el *único* que simultáneamente: (i) respeta el orden de prelación de créditos (maximizando la eficiencia en costes), (ii) logra la recapitalización durante el fin de semana, ofreciendo a los inversores certeza inmediata sobre su pérdida máxima (mitigando riesgos para la estabilidad financiera) y (iii) se aplica a todos los acreedores no asegurados de un grupo TBTF (eliminando el riesgo moral).