

15 de fevereiro de 2019 | Nº10

Descrita por analistas e comentadores como uma *nasty surprise* e com direito a um lugar especial no inferno caso acontecesse, o Santander assim o fez: não exerceu a opção de reembolso de uma emissão de *additional tier 1* (“AT1”) no montante de €1,5b. Contrariamente à prática do passado, no setor financeiro, este acontecimento foi uma novidade, especialmente numa altura em que os rácios de capital da instituição estão a ser cumpridos (*Tier 1 common* está a 11,47%). Os títulos, emitidos a 5 de março de 2014, teriam a sua primeira *call* no próximo dia 12 de março.

A notícia surpreendeu os investidores pela negativa (gráfico 1), ainda para mais quando na semana anterior, o banco espanhol colocou uma nova emissão de dívida (em dólares), interpretada pelo mercado com o propósito de uma troca de dívidas.

O que poderá ter motivado a decisão do banco? A prática da indústria tem sido trocar as emissões que estão próximas da *call* por novas emissões, sempre que possível a um custo menor. Contudo, o panorama de taxas de juro e *spreads* tem-se agravado (gráficos 2 e 3), alterando desta forma o racional e a viabilidade das trocas de emissões, tornando as novas emissões mais dispendiosas quando comparadas com as emissões já existentes. Passados cinco anos desde a emissão de AT1 do Santander, o seu cupão (mais *spread*) passou para EUSA5 + 5,410% (taxa de *swap* € a 5 anos), correspondendo a um primeiro cupão de 5,5435% (à data de redação do *Expanding Views*) – em contraste com o cupão anterior de 6,25%. Assim, de acordo com o comunicado do Santander, de que o exercício da *call option* estaria dependente da situação de mercado, o banco espanhol tomou uma decisão, economicamente vantajosa no curto prazo, que permitirá uma poupança anual de cerca de €11m.

Contudo é necessário frisar que é uma opção, tal como o próprio o nome indica, e não sinónimo de obrigatoriedade. Estes instrumentos de dívida altamente subordinada incluem uma panóplia de riscos entre os quais: maturidade perpétua, não pagamento de cupão, conversão em capital e/ou *write down*, e regulatório (uma vez que os bancos necessitam de autorização do Banco Central Europeu para redimir as emissões que estão associadas diretamente aos rácios de capital).

Este desafio do *status quo* pode ter implicações no futuro com uma alteração da perceção do perfil de risco deste tipo de instrumentos, com a variável do não exercício da opção a aumentar o seu peso no binómio risco/retorno, tornando a poupança de €11m do banco irrisória comparativamente ao *premium* pago em futuras emissões. Por outro lado, como ponto positivo podemos vir assistir a uma alteração dos *players* ativos neste mercado, tornando-o cada vez mais profissional e afastando os investidores menos sofisticados desta classe de ativos. Assim, apesar de se poder vir a antecipar no futuro o aumento dos prémios de risco nas AT1, podemos vir a constatar uma normalização dos fluxos de transação, uma participação limitada a investidores sofisticados e uma redução da volatilidade diária destes ativos.



Gráfico 1: Evolução do preço das AT1 Santander



Pedro Salgado Figueira (pedro.figueira@expandcapital.pt); Tomás Magalhães (tomas.magalhaes@expandcapital.pt)