



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Speranze e illusioni: i CoCos nella regolamentazione bancaria

Un'analisi dinamica tra libertà contrattuale e regolamentazione prudenziale

Martino, E.D.

DOI

[10.17473/2282-667X-2025-3-10](https://doi.org/10.17473/2282-667X-2025-3-10)

Publication date

2025

Document Version

Final published version

Published in

Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale

License

CC BY-NC-SA

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Martino, E. D. (2025). Speranze e illusioni: i *CoCos* nella regolamentazione bancaria: Un'analisi dinamica tra libertà contrattuale e regolamentazione prudenziale. *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2025(3), 1267-1313. <https://doi.org/10.17473/2282-667X-2025-3-10>

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, P.O. Box 19185, 1000 GD Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

Speranze e illusioni: i CoCos nella regolamentazione bancaria. Un'analisi dinamica tra libertà contrattuale e regolamentazione prudenziale

Hope and illusion: CoCos in banking regulation. A dynamic analysis between freedom of contracts and prudential regulation

Edoardo D. Martino *

DOI 10.17473/2282-667X-2025-3-10

ABSTRACT

Il 19 marzo 2023, il gruppo *UBS* ha acquisito *Credit Suisse*. Tale fusione si era resa necessaria per evitare il collasso della banca. L'operazione è stata sostenuta dall'autorità di regolamentazione bancaria svizzera (*FINMA*) attraverso la decisione di svalutare obbligazioni convertibili per un ammontare complessivo di 17 miliardi di franchi svizzeri (CHF) emesse da *Credit Suisse*.

Le obbligazioni convertibili (*CoCos*) sono strumenti ibridi di capitale bancario, la cui funzione prudenziale consiste nell'assorbire le perdite della banca emittente in condizioni di continuità aziendale. I *CoCos* sono introdotti nel quadro regolamentare internazionale con gli accordi di Basilea III nel 2010. Tuttavia, nel primo decennio di applicazione, il meccanismo di assorbimento delle perdite in continuità non era mai stato attivato.

Questo articolo analizza le ragioni per cui i *CoCos* non erano mai stati convertiti o svalutati prima del caso *Credit Suisse*, venendo così meno al ruolo prudenziale per il quale erano stati concepiti. L'articolo individua un legame vizioso tra il quadro normativo vigente e gli schemi contrattuali dei *CoCos*. L'articolo propone poi una serie di modifiche che spezzerebbero questo circolo vizioso, consentendo ai *CoCos* di adempiere pienamente alla loro funzione prudenziale: salvaguardare il valore delle banche solventi quando queste si avvicinano alla crisi. Le riforme proposte limiterebbero l'autonomia degli operatori nel definire la struttura contrattuale dei *CoCos* e anticiperebbero il momento della loro conversione o svalutazione.

* Professore associato di diritto finanziario, Università di Amsterdam; e-mail: e.d.martino@uva.nl. Una versione precedente di questo lavoro è stata presentata al XVI Convegno annuale dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale presso l'Università Roma Tre. Si ringraziano i partecipanti per gli utili commenti e Claudio Frigeni per l'eccellente discussione. Tutti gli errori e le imprecisioni sono da attribuirsi esclusivamente all'autore.

On 19 March 2023, UBS Group AG agreed to acquire Credit Suisse. The merger was necessary to avoid the collapse of Credit Suisse and the deal was supported by the Swiss regulator (FINMA) with the decision to write down 17bn CHF of contingent convertible bonds. Contingent convertibles bonds (CoCos) are hybrid capital instruments that should absorb bank losses in going concern. CoCos entered into the regulatory landscape with the Basel III Accords in 2010. However, in the first decade of application, their going-concern loss absorption was never activated.

This article analyses the reasons why CoCos have not kept their promises in terms of prudential regulation. The article pinpoints a set of reforms that would break this vicious circle, enabling CoCos to safeguard the going concern value of solvent banks as they approach distress. The proposed reforms would limit the autonomy of market players in defining the CoCos' contractual design and lower the threshold for their write-down or conversion. Importantly, this article argues that, should these reforms prove unimplementable, regulators should eliminate CoCos from the prudential framework and increase bank equity requirements accordingly.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. CoCos: obiettivi prudenziali e regolamentazione. – 2.1. Il dibattito sui CoCos. – 2.2. I CoCos nel diritto europeo. – 3. Un modello dinamico per gli ATI CoCos. – 3.1. Lo scenario. – 3.2. Gli incentivi. – 3.3. Perché i CoCos non funzionano. – 3.3.1. Il design contrattuale e normativo del trigger. – 3.3.2. Il ruolo dell'autorità di vigilanza: tra discrezionalità e tolleranza. – 4. Fallimenti e modesti successi dei CoCos. – 4.1. Deutsche Bank – 2016. – 4.2. Banco Popular – 2017. – 4.3. Banca Monte dei Paschi di Siena – 2017. – 4.4. Banca del Pireo – 2020. – 4.5. Credit Suisse – 2023. – 4.5.1. L'annullamento della decisione sulla svalutazione dei CoCos – 2025. – 5. Il futuro possibile. – 5.1. Un approccio dinamico alla regolamentazione prudenziale. – 5.2. Il problema del "giusto" trigger. – 5.2.1. Trigger meccanici. – 5.2.2. Trigger discrezionali. – 6. Osservazioni conclusive. – Appendice.

1. Introduzione

Muovendo dalla recente crisi di *Credit Suisse*, il presente studio intende indagare le interazioni tra norme prudenziali sull'emissione di strumenti di capitale poste a salvaguardia della stabilità del sistema finanziario e la libertà contrattuale delle banche nell'emettere tali strumenti. Infatti, gli effetti della legislazione prudenziale possono discostarsi, anche sensibilmente, dal loro obiettivo originario. Tale iato è spesso causato da comportamenti strategici degli istituti bancari, volti di fatto ad aggirare o neutralizzare gli effetti dei requisiti prudenziali. Questa dinamica rappresenta uno dei dibattiti più controversi e complessi della regolamentazione prudenziale¹.

¹ D. SKEEL, *The New Financial Deal. Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences*, New York, Wiley, 2010. Per un'analisi sulla situazione europea, si veda J. DERMINE, *Bank Regulations after the Global Financial Crisis: Good Intentions and Unintended Evil*, in *Eur. Fin. Management*, 2013, 658.

Una variante meno studiata di questo dibattito riguarda le complessità dei rapporti tra i requisiti stabiliti dalla regolamentazione prudenziale e gli schemi contrattuali utilizzati dalle banche per conformarsi a tali requisiti. Questo lavoro illustra tale problematica, concentrandosi sul caso delle obbligazioni convertibili emesse a fini prudenziali, i.c.d. ‘*contingent convertibles*’ (*CoCos*).

La progressiva ibridazione tra regolazione e contrattualità è sempre più evidente nei settori regolamentati, in particolare in quello bancario². *Ex ante* le parti sono chiamate ad elaborare le clausole contrattuali nel rispetto di specifici requisiti normativi, mentre *ex post* le autorità amministrative hanno il potere di agire su tali contratti con poteri autoritativi³. L’interazione tra accordi contrattuali *ex ante* e azione pubblica *ex post* sta crescendo nel settore finanziario, insieme ai poteri delle autorità di vigilanza e, in particolare, delle autorità di vigilanza bancaria⁴. In particolare, questa interazione può incentivare le parti, soprattutto le banche, ad agire in modo strategico, elaborando le clausole contrattuali in modo da limitare, di fatto, la possibilità di un intervento *ex post*⁵.

Il presente contributo mostra come l’interazione strategica tra banche, investitori e autorità di vigilanza bancaria si conformi allo schema appena delineato, finendo per compromettere gli effetti prudenziali dei requisiti di sana e prudente gestione. Tale fenomeno è esaminato, in particolare, nel contesto dei *CoCos* emessi dalle banche per adempiere ai requisiti patrimoniali di vigilanza. L’analisi adotta un approccio dinamico, volto a mettere in luce le interazioni strategiche tra la contrattazione privata e i requisiti normativi. Questa prospettiva consente di evidenziare le carenze dell’attuale regolamentazione dei *CoCos* e di avanzare proposte di riforma per migliorarne l’efficacia.

Come anticipato, lo studio prende le mosse dalla crisi di Credit Suisse, pur fondandosi su basi teoriche più profonde, radicate nell’architettura regolamentare delineatasi all’indomani della crisi finanziaria del 2008. È dunque opportuno ricordare brevemente i principali fatti del caso *Credit Suisse*. Il 19 marzo 2023, *UBS Group AG* ha accettato di acquistare *Credit Suisse* per circa 3 miliardi di franchi svizzeri (CHF), da versare agli azionisti di *Credit Suisse* attraverso uno scambio di azioni⁶. L’operazione è stata sostenuta da una garanzia sulle perdite di

² O. CHEREDNYCHENKO, *Public Supervision over Private Relationships: Towards European Supervision Private Law?* in *Eur. Rev. Private L.*, 2014, 37.

³ *Ivi*, 59.

⁴ O. CHEREDNYCHENKO, *EU Financial Regulation and Private Law: Towards a Holistic Approach*, in *The Transformation of Private Law – Principles of Contract and Tort as European and International Law*, edito da Maren Heidemann, Springer Cham, Cham, 2025, 855, 865.

⁵ Per un’illustrazione formale di questi meccanismi nel contesto dei contratti di *franchise*, si veda G. ZANARONE, *Contract Adaptation under Legal Constraints*, in *J. L., Econ., and Organization*, 2013, 799.

⁶ Per una discussione sull’operazione di fusione *Credit Suisse-UBS*, si veda E.D. MARTINO, T.

9 miliardi di CHF concessa dal governo federale svizzero a favore di *UBS* e dall'impegno della Banca Centrale Svizzera (*Swiss National Bank* – *SNB*) a concedere liquidità emergenziale per 100 miliardi di CHF. In questo contesto, l'autorità di vigilanza *FINMA* ha svolto un ruolo decisivo nel facilitare l'operazione, decidendo di svalutare 17 miliardi di CHF di *CoCos* detenuti dagli investitori di *Credit Suisse*. Da ultimo, con una decisione del 1° ottobre 2025, il Tribunale Amministrativo Federale Svizzero ha annullato la decisione di *FINMA* sulla svalutazione dei *CoCos*. *FINMA* ha già presentato appello contro tale decisione presso la Corte Suprema Federale Svizzera. La decisione, che appare a chi scrive quantomeno discutibile, verrà analizzata più avanti in questo lavoro. Giova fin d'ora evidenziare come, a prescindere dalla decisione di merito, le argomentazioni del giudice svizzero confermino l'impianto analitico proposto in questo scritto.

Ad oggi la svalutazione dei *CoCos* emessi da *Credit Suisse* rappresenta il primo e unico esempio di assorbimento delle perdite in continuità aziendale da parte dei *CoCos*. L'evidenza disponibile induce a ritenere che, nella maggior parte dei casi precedenti, i *CoCos* non siano stati in grado di assolvere efficacemente la funzione di assorbimento delle perdite⁷. Ciò non è dovuto al fatto che i *CoCos* siano stati usati di rado: almeno 264 *CoCos* sono stati emessi da 88 banche con sede in 14 Paesi dell'Unione europea⁸.

All'indomani della crisi di *Credit Suisse* la dottrina internazionale si è interrogata sulle potenzialità e i limiti dei *CoCos*. In tale dibattito si possono individuare tre principali filoni di analisi. Un primo filone ha sostenuto che la svalutazione del credito ai detentori di *CoCos* e la contestuale salvaguardia parziale degli azionisti avrebbe violato le regole di priorità tra creditori e azionisti che presidiano le procedure di riorganizzazione⁹. Un secondo filone ha ritenuto che la svalutazione dei detentori di *CoCos* di *Credit Suisse* a vantaggio degli azionisti ordinari sia una peculiarità svizzera e non sarebbe replicabile alla luce del diritto dell'Unione europea¹⁰. Un terzo filone ha invece ampliato lo sguardo, focalizzandosi su altri casi

VOS, *Credit Suisse CoCos: Why the Write-Down Makes Sense* (giugno 2023) Oxford Bus. L. Blog, reperibile al seguente indirizzo blogs.law.ox.ac.uk.

⁷ Si veda R. EISENBEIS, *Bail-outs, Capital, or CoCos: Can Contingent Convertible Bonds Help Banks Cope with Financial Stress?*, in *Cato Institute Policy Analysis*, 2019, 1. Ciò ha portato gli studiosi a sostenere che i *CoCos*, così come sono attualmente concepiti nell'UE, non svolgono la loro funzione prudenziale. Si veda, ad esempio, T.H. TRÖGER, *Too Complex to Work: A Critical Assessment of the Bail-in Tool under the European Bank Recovery and Resolution Regime*, in *J. Fin. Regulation*, 2018, 35, 43 s.

⁸ Per questi dati si veda l'Appendice.

⁹ Si veda J. PAZ VALBUENA, H. EIDENMUELLER, *Bail-outs Blues: The Write-down of the AT1 Bonds in the Credit Suisse Bail-outs*, in *EBOR*, 2023, 409.

¹⁰ S. SWENSEN ELLINGSÆTER, *Could it Happen in the EU? An Analysis of Loss Distribution between Shareholders and AT1 Bondholders under EU Law*, in *J. Fin. Regulation*, 2024, 194. Si veda in questo senso anche L. SERAFINI, F. GIOVANNINI, *Design features, market practices and loss ab-*

oltre a *Credit Suisse* e concludendo che i *CoCos* non siano altro che un “esperimento fallito”, sostenendo, in breve, che tali strumenti non possano espletare la propria funzione perché: (i) la loro attivazione non serve a stabilizzare una banca che si trova ad affrontare una crisi di liquidità, ma si limita a ridurne l’indebitamento, e (ii) l’attivazione dei *CoCos* crea uno stigma per la banca che può esacerbare la sua crisi di liquidità e quindi aggravarne ulteriormente la crisi¹¹.

Il presente contributo si colloca in posizione critica rispetto a tali tre filoni. Per comprenderne l’originalità, è utile soffermarsi su ciò che distingue il presente approccio dal terzo filone di ricerca. Sebbene sia indiscutibilmente vero che i *CoCos* – e più in generale gli strumenti di capitale – non sono un presidio utile a salvaguardia della liquidità dell’istituto bancario, ciò non corrisponde tuttavia allo scopo prudenziale dei *CoCos*, che è quello di assorbire le perdite in continuità aziendale, ben prima che l’erosione della fiducia nella banca emittente si traduca in crisi di liquidità. Per comprendere questo aspetto, è fondamentale adottare una prospettiva dinamica della disciplina prudenziale. Con specifico riferimento ai *CoCos*, tale approccio dinamico si fonda sull’analisi del loro “ciclo di vita”.

Questo articolo fornisce dunque strumenti analitici ulteriori e più raffinati delle interazioni strategiche tra parti private e autorità di vigilanza. La trattazione si basa su un semplice modello concettuale che analizza il ciclo di vita dei *CoCos*, dalla loro emissione fino al momento della crisi. Coerentemente con l’approccio dinamico proposto, il presente studio mostra che, nel contesto attuale, i *CoCos* vengono attivati troppo tardi, quando la crisi è già incipiente, impedendo loro di svolgere la propria funzione, ossia di assorbire le perdite nella continuità aziendale.

L’articolo si struttura come segue. Il paragrafo 2 fornisce una panoramica del dibattito accademico sui *CoCos* e sul loro attuale regime normativo nell’UE. Il paragrafo 3 discute un modello dinamico per l’analisi dei *CoCos*, fondato sul ciclo di vita dello strumento, concludendo che è improbabile che i *CoCos* vengano attivati in condizioni di continuità aziendale. Il paragrafo 4 analizza alcuni casi di studio in cui i *CoCos* hanno (quasi) assorbito le perdite, validando il modello proposto nel precedente paragrafo. Il paragrafo 5 propone *de jure condendo* alcune riforme che consentirebbero ai *CoCos* di svolgere la loro funzione prudenziale. Il paragrafo 6 offre brevi considerazioni conclusive. L’appendice riporta i dati sulle pratiche di mercato dei *CoCos* nell’UE.

sorption of AT1 instruments. Is there anything to fix?, in *Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza*, n. 875, 2024.

¹¹ A.H. CHOI, J.Y. ZHANG, *Creditors, Shareholders, and Losers In Between: A Failed Regulatory Experiment*, in *Cornell L. Rev.*, 2025, 271.

2. CoCos: obiettivi prudenziali e regolamentazione

2.1. Il dibattito sui CoCos

I CoCos costituiscono una forma di capitale ibrido, emessa da istituti bancari sotto forma di debito subordinato, con l'obiettivo di assorbire le perdite al verificarsi di circostanze riconducibili a situazioni di crisi incipiente. Essi mirano a consentire la ricapitalizzazione dell'emittente in condizioni di continuità aziendale, senza far ricorso al mercato dei capitali ed evitare così i costi potenzialmente connessi a una crisi finanziaria¹². Diversamente dalle obbligazioni convertibili tradizionali, i CoCos non vengono convertiti a discrezione dei detentori di tale strumento. Essi sono, infatti, convertiti o svalutati qualora si realizzi una delle condizioni dedotte in contratto. Questa differenza sostanziale giustifica anche la differenza terminologica: per evitare inutili fraintendimenti, nel presente articolo si farà riferimento ai CoCos per indicare le obbligazioni convertibili emesse da istituti bancari a fini prudenziali.

L'idea dei CoCos trae ispirazione dal lavoro del professor Mark Flannery¹³. L'intento originario era che i CoCos operassero come un impegno anticipato a ricapitalizzare l'emittente, superando la difficoltà di attrarre nuovo capitale nei casi di crisi incipiente¹⁴. L'impegno dei detentori di CoCos a ricapitalizzare l'impresa avrebbe contribuito a mitigare il problema di sovraindebitamento dell'istituto emittente¹⁵.

Data la loro struttura e funzione, non sorprende pertanto che all'indomani della crisi finanziaria globale i CoCos siano emersi come uno strumento cardine nella riforma della disciplina patrimoniale bancaria. Ne è scaturito un vivace dibattito sull'opportunità di includere tali strumenti nella terza versione degli Accordi di Basilea¹⁶. Questo dibattito ha dato forma alla regolamentazione post-crisi che vede i CoCos come parte integrante dell'impianto di *Basilea III*, successivamente

¹² Per un'ampia trattazione dei costi relativi al dissesto di un'impresa, si veda H. ALMEIDA, T. PHILIPPON, *The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress*, in *J. Fin.*, 2007, 2557. Per quanto riguarda in particolare i CoCos, si veda M.J. FLANNERY, *Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates*, in *Q. J. Fin.*, 2016, 1650006.

¹³ M.J. FLANNERY, *No Pain, No Gain. Effecting Market Discipline via Reverse Convertible Debentures*, in *Capital Adequacy Beyond Basel: Banking, Securities, and Insurance*, edito da H. Scott, Oxford, OUP, 2005, 171.

¹⁴ M.J. FLANNERY, *Contingent Capital Instruments for Large Financial Institutions: A Review of the Literature*, in *Annual Rev. Fin. Econ.*, 2014, 225, 228.

¹⁵ F. FIORDELISI, G. PENNACCHI, O. RICCI, *Are contingent convertibles going-concern capital?*, in *J. Fin. Intermediation*, 2020, 1. Per quanto riguarda il problema del sovraindebitamento, si veda S.C. MYERS, *Determinants of corporate borrowing*, in *J. Fin. Econ.*, 1977, 147.

¹⁶ A.K. KASHYAP, R.G. RAJAN, J.C. STEIN, *Rethinking Capital Regulation*, in *Proceedings-Economic Policy Symposium-Jackson Hole*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2008.

recepiti, tra gli altri ordinamenti, nell'Unione europea e in Svizzera, ma non negli Stati Uniti¹⁷.

Il dibattito si è incentrato su due profili tra loro strettamente connessi. In primo luogo, sul *design* contrattuale dei *CoCos* stessi e sui limiti intrinseci a tale struttura; in secondo luogo, sull'impatto dell'inclusione dei *CoCos* nella regolamentazione patrimoniale sugli incentivi delle banche¹⁸. Il dibattito economico, di natura estremamente tecnica e formale, si è concentrato sul tentativo di qualificare tali strumenti come titoli funzionalmente (non giuridicamente) simili a derivati, il cui valore dipende dal valore futuro dell'attivo bancario¹⁹. Tuttavia, il valore delle attività di una banca è in larga misura non osservabile e difficilmente verificabile al di fuori di una procedura d'insolvenza²⁰. Questa contraddizione è alla base di tutti i limiti di efficacia della regolamentazione del capitale bancario e i *CoCos* non ne costituiscono un'eccezione.

Una ricostruzione esaustiva del dibattito esula perimetro del presente studio; è tuttavia utile richiamare brevemente la discussione sul *design* dei “*trigger*” e sul “rapporto di conversione”, poiché tali aspetti sono cruciali per il modello analitico sviluppato nel paragrafo 3.

Con riferimento alle condizioni di attivazione della conversione o della svalutazione – i.e. il *trigger* – la scelta di fondo è tra un *trigger* meccanico e uno di-

¹⁷ Cfr. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, *Report to Congress on Study of a Contingent Capital Requirement for Certain Nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies* (2012) reperibile al seguente indirizzo home.treasury.gov.

¹⁸ Per una panoramica generale su come questi incentivi al rischio si concretizzano nel settore bancario, si veda M. BECHT, P. BOLTON, A. RÖELL, *Why Bank Governance Is Different*, in *Oxford Rev. Econ. Policy*, 2020, 437. Sull'impatto specifico dei *CoCos* in questo senso, gli studiosi hanno assunto posizioni diverse. Come hanno sottolineato alcuni studiosi, se il *CoCo* non ha effetto diluitivo per gli azionisti (ad esempio perché il rapporto di conversione è fissato molto basso o a zero, come nel caso dei *CoCos* con svalutazione del capitale), gli azionisti della banca sono incentivati ad aumentare la rischiosità *ex ante* della banca, poiché i detentori di *CoCos* si fanno carico di una parte di questo rischio. Si veda, ad esempio, J. HILSCHER, A. RAVIV, *Bank Stability and Market Discipline: The Effect of Contingent Capital on Risk Taking and Default Probability*, in *J. Corp. Fin.*, 2014, 1; T. BERG, C. KASERER, *Does Contingent Capital Induce Excessive Risk-Taking?*, in *J. Fin. Intermediation*, 2015, 356; S. CHAN, S. VAN WILNBERGEN, *Cocos, Contagion and Systemic Risk* (Novembre 2015) CEPR Discussion Papers 2015, reperibile al seguente indirizzo: cepr.org. Tuttavia, altri autori hanno sottolineato che i *CoCos* diluitivi possono anche incoraggiare il trasferimento del rischio quando la banca è vicina alla soglia di attivazione. Per questa argomentazione si vedano: C.W. CALOMIRIS, R.J. HERRING, *How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve Our Too-Big-to-Fail Problem*, in *J. Applied Corp. Fin.*, 2013, 39; A. GAMBA, J. GONG, K. MA, *Non-Dilutive CoCo Bonds: A Necessary Evil?* [2022] in *WBS Finance Group Research Paper*, reperibile al seguente indirizzo: www.aeaweb.org (che fornisce anche prove empiriche a sostegno di questa tesi); N. MARTYNOVA, E. PEROTTI, *Convertible Bonds and Bank Risk-Taking*, in *J. Fin. Intermediation*, 2018, 61

¹⁹ HILSCHER, RAVIV, (nt. 18).

²⁰ T. DANG, G. GORTON, B. HOLMSTRÖM, *The Information View of Financial Crises*, in *Annual Rev. Fin. Econ.*, 2020, 39.

screzionale. Un *trigger* discrezionale autorizza l'autorità di vigilanza ad attivare il meccanismo di assorbimento delle perdite per i *CoCos* su base discrezionale al manifestarsi di indicatori di crisi incipiente. Diversamente, un *trigger* meccanico mira a predeterminare una soglia per l'attivazione automatica dello strumento²¹. Tra i *trigger* meccanici, parte della dottrina ha proposto di ancorare il *trigger* ai prezzi di mercato, al fine di ovviare al problema della "non osservabilità" del valore dell'attivo bancario; tale proposta è stata tuttavia criticata, in quanto gli indicatori di mercato sono facilmente manipolabili da operazioni speculative²². In risposta a tali preoccupazioni, le normative hanno infine adottato *trigger* basati sul valore contabile del capitale bancario²³. Questi restano tuttavia esposti al problema della scarsa osservabilità dell'effettivo valore dell'attivo²⁴.

Per quanto riguarda il rapporto di conversione, la letteratura si è concentrata anzitutto sui possibili problemi nel determinare il prezzo di conversione dei *CoCos*, soprattutto in termini di prevedibilità di tale parametro²⁵. A questo proposito, le due opzioni principali sono la conversione al valore nominale o la conversione a un importo fissato contrattualmente. Il rapporto di conversione è cruciale in quanto determina la misura in cui gli azionisti vedranno diluite le loro quote. Bassi livelli di diluizione – i c.d. "*CoCos* non diluitivi" – potrebbero incentivare gli azionisti ad assumere rischi eccessivi *ex ante*.

I *CoCos* sono stati inseriti nel quadro prudenziale per ovviare a due note carenze strutturali dei requisiti patrimoniali. La prima è la mancanza di strumenti adeguati ad affrontare la situazione di crisi incipiente della banca²⁶. Infatti, gli strumenti e le procedure per la vigilanza prudenziale di una banca in condizioni di normalità gestoria, così come la procedura di risoluzione di una banca insolvente, sono almeno in linea di principio chiare. Al contrario, il trattamento prudenziale appropriato di una banca solvente ma in difficoltà rimane complesso da determinare sul piano operativo. In tale contesto, temendo il panico e il contagio, tanto le banche quanto le autorità di vigilanza possono essere indotte a ritardare strategicamente il riconoscimento delle perdite esistenti ed evitare il più a lungo possibile qualsivoglia azione²⁷. Tuttavia, tale ritardo implica che le possibilità di salvare la

²¹ S. AVDJIEV, A. KARTASHEVA, B. BOGDANOVA, *CoCos: A Primer*, in *BIS Q. Rev.*, 2014, 43, 45.

²² Si veda, ad esempio, *ivi*, 44.

²³ Si veda *infra*, paragrafo 2.2.

²⁴ Per queste critiche ai *trigger* contabili si veda P. GLASSERMAN, E. PEROTTI, *The Unconvertible CoCo Bonds*, in *Achieving Financial Stability: Challenges to Prudential Regulation*, edito da D. Evanoff, Singapore, World Scientific, 2017. Il problema della manipolazione contabile è discusso in modo più dettagliato nel paragrafo 3.3.1

²⁵ M.J. FLANNERY (nt. 13).

²⁶ EDOARDO D MARTINO ED ENRICO PEROTTI, *Containing Runs on Solvent Banks: Prioritising Recovery over Resolution*, in *J. Fin. Crises*, 2025, 1, 3.

²⁷ Si veda a proposito di questo fenomeno: P. GLASSERMAN, E. PEROTTI (nt. 24).

banca e mantenere il valore della continuità aziendale si assottigliano, aggravando così il dissesto.

Un ulteriore limite, strettamente connesso al precedente, riguarda la prociclicità. Le prime due iterazioni degli Accordi di Basilea sono state fortemente pro-cicliche: caratterizzate da requisiti poco pregnanti nelle congiunture favorevoli, favorendo così decisioni eccessivamente rischiose; e, al contrario, con requisiti troppo rigidi e stringenti nelle congiunture sfavorevoli, determinando, nelle fasi recessive, una contrazione del credito²⁸. La filosofia che ispira *Basilea III* è invece basata sul tentativo di adottare un approccio anticiclico²⁹.

I *CoCos* si prestano, almeno in teoria, a mitigare entrambe le carenze della regolamentazione patrimoniale: da un lato, fungono da impegno preventivo alla ricapitalizzazione, consentendo di affrontare tempestivamente le difficoltà dell'intermediario³⁰; dall'altro, essendo tipicamente emessi in fasi di congiuntura favorevole, possono alleggerire la posizione patrimoniale della banca nelle fasi di inversione del ciclo. Il raggiungimento di questi obiettivi attraverso i *CoCos* resta teoricamente possibile. Tuttavia, tale possibilità dipende dall'efficacia dello strumento. Due aspetti sono cruciali: in primo luogo, il *design* dei *CoCos* deve riuscire a segnalare efficacemente le situazioni di sofferenza; in secondo luogo, i *CoCos* dovrebbero essere oggetto di tempestiva conversione o svalutazione. Il prossimo paragrafo si sofferma sull'analisi del regime prudenziale applicabile ai *CoCos*, contribuendo a chiarire la fattibilità di queste precondizioni.

2.2. I *CoCos* nel diritto europeo

Alla luce delle premesse economico-funzionali appena richiamate, è ora possibile delineare il quadro prudenziale in cui si inserisce la disciplina dei *CoCos*. Nel quadro prudenziale delineato da *Basilea III*, i *CoCos* costituiscono, a determinate condizioni, strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 (*Additional Tier 1 – ATI*)³¹. Tale qualificazione è stata recepita anche nel diritto europeo, il cui trattamento prudenziale dei *CoCos* segue da vicino lo schema di *Basilea III*³². Tale

²⁸ H.S. SHIN, *Procyclicality and the Search for Early Warning Indicators*, Washington DC, International Monetary Fund, 2013.

²⁹ D.K. TARULLO, *Macroprudential Regulation*, in *Yale J. on Regulation*, 2014, 505

³⁰ M.J. FLANNERY (nt. 12).

³¹ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems* (June 2011), reperibile al seguente indirizzo; www.bis.org.

³² Per contro, l'attuazione del regime di *Basilea III* ha preso strade diverse sulle due sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti sono prevalsi i dubbi sulla concezione e sull'impatto delle *CoCos* sugli incentivi e il regime normativo statunitense non le prevede. Nell'attuazione di *Basilea III*, la *Federal Reserve* non ha incluso la clausola di convertibilità contingente tra gli strumenti AT1. Cfr. 12 CFR Parts 208, Part V, par. 2. In Svizzera, l'attuazione della normativa sul capitale è più

impostazione ha inciso in modo significativo sulle pratiche di mercato relative all'emissione dei *CoCos* nell'Unione europea³³.

Per meglio comprendere la *ratio* di tale disciplina, conviene ricordare sinteticamente le due funzioni principali dei requisiti patrimoniali. In primo luogo, il capitale bancario costituisce una riserva per far fronte ad eventuali perdite; in secondo luogo, un livello di capitale più elevato accresce l'esposizione degli azionisti alle perdite, incentivandoli ad assumere comportamenti più prudenti. La combinazione di tali funzioni attribuisce alla regolamentazione patrimoniale un ruolo essenziale nel contenere le esternalità sistemiche delle attività bancarie³⁴. Sotto il profilo quantitativo, le banche devono detenere un ammontare di capitale pari almeno all'8% delle attività ponderate per il rischio (*risk-weighted assets – RWA*)³⁵. I *CoCos* sono classificati come capitale aggiuntivo di classe 1 (*AT1*) o di classe 2 (*T2*) a seconda delle loro caratteristiche contrattuali³⁶. In appendice sono riportati alcuni dati sulle emissioni di *CoCos* nell'Unione europea, da cui emerge come gli strumenti *AT1* rappresentano circa l'80% delle emissioni complessive di *CoCos*³⁷.

Al fine di attenuare i limiti insiti nel sistema di ponderazione del rischio, *Basilea III* ha inoltre introdotto un requisito di leva minimo non ponderato per il rischio, ai sensi del quale le banche devono detenere almeno il 3% di capitale di classe 1 sul totale delle esposizioni non ponderate per il rischio³⁸. Il capitale di classe 1 è definito dalla somma degli strumenti di capitale primario di classe 1 (*Common Equity Tier 1 – CET1*) e di *AT1*, inclusi i *CoCos*. L'analisi che segue si

severa che in altre giurisdizioni. I *CoCos* sono l'unico strumento di capitale che si qualifica come capitale di classe 1, oltre alle azioni ordinarie. Inoltre, il regime svizzero ha rafforzato i requisiti per i *trigger*.

³³ Nell'UE, il regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR) attua lo schema di Basilea in materia di adeguatezza patrimoniale delle banche. regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012. GU L 176 del 27 giugno 2013.

³⁴ J DAGHER *et al.*, *Benefits and Costs of Bank Capital*, Washington DC, International Monetary Fund., 2016, 6. Un deciso aumento del capitale regolamentare delle banche è stato auspicato da A. ADMATI, M. HELLWIG, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton, Princeton University Press, 2014.

³⁵ Rispettivamente, art. 92(1)(c) e art. 92(1)(d) CRR.

³⁶ Gli strumenti *Tier 2* costituiscono capitale "*gone-concern*", ossia non sono destinati ad assorbire le perdite nella continuità aziendale. I *CoCos* si qualificano principalmente come strumenti *T2* se non sono perpetui ma emessi per almeno 5 anni, o se l'evento scatenante è fissato contrattualmente al di sotto della soglia del 5,125%, i cosiddetti "*CoCos* a basso *trigger*". Questi strumenti non saranno analizzati direttamente in questo scritto.

³⁷ Si veda la Figura 5 in Appendice. In Svizzera possono essere emessi solo *CoCos* *AT1*.

³⁸ Sui limiti dei requisiti patrimoniali ponderati per il rischio, cfr. G. FERRI, V. PESIC, *Bank Regulatory Arbitrage via Risk Weighted Assets Dispersion*, in *J. Fin. Stability*, 2017, 331.

concentra sul ruolo preventivo svolto dai *CoCos* qualificati come strumenti *ATI*.

Sotto il profilo prudenziale, la facoltà di soddisfare i requisiti patrimoniali mediante l'emissione di strumenti ibridi rappresenta un compromesso fra l'esigenza di contenere l'eccessiva leva bancaria e quella di limitare i costi regolamentari gravanti sugli intermediari bancari³⁹. I *CoCos* fanno parte di questo compromesso. Di conseguenza, il *Capital requirements regulation* (CRR) stabilisce una serie di requisiti qualitativi che uno strumento deve soddisfare per poter essere incluso nei fondi propri di vigilanza. Con riferimento ai *CoCos*, i requisiti principali concernono il grado di subordinazione, la durata dell'obbligazione, la convertibilità e il regime delle cedole⁴⁰. Per essere considerato un *ATI*, uno strumento deve essere subordinato a tutti gli altri strumenti, tranne che per gli strumenti *CET1*⁴¹. Lo strumento deve essere perpetuo e interamente versato al momento della sua emissione⁴². Lo strumento può includere contrattualmente una clausola di *call* esercitabile non prima di cinque anni dalla sua emissione⁴³. Tuttavia, le condizioni contrattuali del *CoCo* non possono contenere alcun incentivo economico o giuridico al richiamo anticipato degli strumenti⁴⁴ e il richiamo è soggetto alla preventiva approvazione dell'autorità di vigilanza⁴⁵. Il rimborso anticipato o il riacquisto dei *CoCos* è possibile, ma deve rimanere a esclusiva discrezione dell'emittente⁴⁶. In pratica, i *CoCos* sono per lo più riacquistati alla prima finestra disponibile⁴⁷.

Affinché un *CoCo* possa essere qualificato come strumento *ATI*, è necessario che esso incorpori una clausola di assorbimento delle perdite condizionata al verificarsi di un evento futuro – il c.d. *trigger*⁴⁸. La clausola deve prevedere una so-

³⁹ Si veda A. ADMATI *et al.*, *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity Is Not Socially Expensive* (Novembre 2013) Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2013/23, 13, reperibile al seguente indirizzo: papers.ssrn.com.

⁴⁰ Per un'analisi approfondita, si veda E.D. MARTINO, *Bail-Inable Securities and Financial Contracting: Can Contracts Discipline Bankers?*, in *Eur. J. Risk Regulation*, 2019, 164, 174.

⁴¹ Art. 52(1) (d) CRR.

⁴² Art. 52(1) (a) e (g) CRR.

⁴³ Art. 52(1) (i) CRR.

⁴⁴ Art. 52(1) (g) CRR.

⁴⁵ Art. 77 CRR.

⁴⁶ Art. 52(1)(h) CRR.

⁴⁷ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Report on the monitoring of additional tier 1 (ATI) instruments of European Union (EU) institutions – update* (Giugno 2021), 8, reperibile al seguente indirizzo: www.eba.europa.eu.

⁴⁸ Il fatto che gli strumenti *ATI* siano capitale di rischio è esplicitamente affermato da *Basilea III*: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, (December 2010, revised June 2011), 12, reperibile al seguente indirizzo: www.bis.org.

glia minima pari al 5,125% del *CET1* rispetto alle attività ponderate per il rischio, al di sotto della quale i *CoCos* devono essere convertiti in strumenti *CET1* o, in alternativa, svalutati⁴⁹. Tali strumenti sono comunemente noti come *high-trigger CoCos*⁵⁰. È altresì possibile che il contratto preveda soglie di attivazione più elevate o ulteriori *trigger*⁵¹. Oltre il 60% dei *CoCos* emessi nell'Unione europea presenta un *trigger* fissato al livello minimo regolamentare del 5,125% del *CET1/RWA*⁵². Come più volte accennato, il meccanismo di assorbimento delle perdite può essere la conversione, con la quale i *CoCos* vengono convertiti in azioni ordinarie, o la loro completa svalutazione⁵³. I *CoCos* possono anche contenere un meccanismo di svalutazione temporanea, nel qual caso è possibile una successiva “rivalutazione” nel momento in cui la banca torni *in bonis*⁵⁴. Il meccanismo di svalutazione temporanea è quello più comune nei *CoCos* emessi da banche europee (55%), seguito dalla conversione in azioni (22%) e dalla svalutazione permanente (17%)⁵⁵.

Infine, il regime prudenziale applicabile al pagamento delle cedole ricalca quello previsto per la distribuzione dei dividendi agli azionisti: la cedola non può essere corrisposta qualora la banca non soddisfi il “requisito combinato di riserva di capitale”⁵⁶. Funzionalmente, questo rappresenta un ulteriore meccanismo at-

⁴⁹ Art. 54(1)(a) CRR. Ciò differisce dal regime svizzero, in cui il *trigger* minimo di AT1 è fissato al 7%.

⁵⁰ Si noti, tuttavia, che alcuni testi utilizzano il termine “*CoCos* ad alto *trigger*” per indicare i *CoCos* con un *trigger* più elevato di quello richiesto per essere qualificati come AT1. Si veda, ad esempio: F. FIORELLI, G. PENNACCHI, O. RICCI, (nt. 15), 11.

⁵¹ Art. 51(1)(a) e (b) CRR.

⁵² Si veda la Figura 6 in Appendice.

⁵³ La letteratura finanziaria considera questi ultimi un sottoinsieme di *CoCos* non dilutivi in cui il rapporto di conversione è fissato a zero. Si veda A. GAMBA, J. GONG, K. MA, (nt. 18).

⁵⁴ S. AVDJIEV, A. KARTASHEVA, B. BOGDANOVA, (nt. 21), 52.

⁵⁵ Si veda la Figura 7 in Appendice.

⁵⁶ In particolare, la cedola può essere pagata solo a partire da elementi distribuibili. Articolo 52(1)(i) CRR. Gli elementi distribuibili sono definiti all'art. 4(1)(128) del CRR. Il pagamento non è obbligatorio, pertanto il mancato pagamento di una cedola non può essere considerato un evento di default, come avviene comunemente in quasi tutti gli altri strumenti di debito; si veda l'art. 52(1)(iv) CRR. Le cedole non sono cumulative, il che significa che se una cedola viene saltata, non si aggiunge al pagamento di cedole future, cfr. art. 52(1)(iii) CRR. Si vedano gli artt. 128 e 141 della direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE. GU L 176 del 27 giugno 2013, pp. 338-436 (CRD). Sull'intricato meccanismo di determinazione della soglia del “*Combined Buffer Requirement*”, si veda E.D. MARTINO, K.M. PARCHIMOWICZ, *Go Preventive or Go Home-the Double Nature of MREL*, in *ECFR*, 2021, 608, 623. Per la scarsa efficacia di questa costruzione si veda M. MUÑOZ *et al.*, *Rethinking Capital Regulation: The Case for a Dividend Prudential Target*, in *Int. J. Central Banking*, 2021, 271.

traverso il quale i *CoCos* possono assorbire preventivamente le perdite e contenere l'eccesso di leva finanziaria.

È importante sottolineare che il requisito minimo di capitale *CET1* per considerare la banca solvente è fissato al 4,5%⁵⁷. Pertanto, la soglia del 5,125% è considerata preventiva, in quanto dovrebbe consentire una ricapitalizzazione anteriore all'insolvenza della banca. Nella prassi, tuttavia, le soglie di conversione e quelle relative ai requisiti patrimoniali minimi risultano quasi sovrapposte e dunque di fatto indistinguibili, circostanza che ne riduce l'efficacia come strumento prudenziale⁵⁸.

La regolamentazione dei *CoCos ATI* in Svizzera è paragonabile a quella dell'Unione europea, con una differenza importante⁵⁹. Il *trigger* meccanico per i *CoCos* deve essere più alto, almeno al 7% di *CET1* sulle attività ponderate per il rischio. Inoltre, i *CoCos* devono contenere anche un *trigger* discrezionale⁶⁰.

Infine, è opportuno soffermarsi brevemente sul rapporto tra i *CoCos* e la normativa europea sulla risoluzione bancaria. Come più volte ricordato, i *CoCos* sono stati ideati per essere attivati in continuità aziendale, e dunque al di fuori dello stato d'insolvenza e della procedura di risoluzione. Tuttavia, la loro attivazione dovrebbe avvenire in uno stato di crisi e, dunque, è possibile che si verifichino interazioni tra le due discipline. In particolare, una parte della dottrina ha richiamato il potere dell'autorità di risoluzione di disporre la conversione o la svalutazione di alcune passività bancarie anche al di fuori della procedura formale di risoluzione⁶¹. In questo caso, l'autorità di risoluzione è tenuta a rispettare in modo inderogabile l'ordine di priorità dei vari elementi di capitale⁶². Dunque, secondo questa lettura, non sarebbe possibile svalutare strumenti *ATI* senza una previa e totale svalutazione degli strumenti *CET1*⁶³. Tuttavia, i poteri dell'autorità di risoluzione in tal senso sono strettamente tipizzati. In primo luogo, tali poteri possono essere esercitati ove la banca sia stata dichiarata "in dissesto o a rischio di dissesto", ma la procedura di risoluzione non sia stata avvia-

⁵⁷ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems* (December 2010, revised June 2011), 12, reperibile al seguente indirizzo www.bis.org.

⁵⁸ Si veda la discussione sulla "inosservabilità", *supra* nel par. 2.1.

⁵⁹ I *CoCos* sono regolati dall'Ordinanza sull'adeguatezza patrimoniale e la diversificazione dei rischi delle banche e delle società di intermediazione mobiliare (*Capital Adequacy Ordinance*). La traduzione in inglese reperibile al seguente: www.fedlex.admin.ch.

⁶⁰ Art. 29, ordinanza sull'adeguatezza patrimoniale.

⁶¹ Si veda l'articolo 59 BRRD.

⁶² Art. 60 BRRD.

⁶³ Si veda, in particolare, R. COELHO, J. TANEJA, R. VRBASKI, *Upside down: when ATI instruments absorb losses before equity*, in *FSI Brief n 21*, 2023, 8.

ta, ad esempio per assenza di un interesse pubblico che ne giustifichi l'apertura⁶⁴. In secondo luogo, tale potere è utilizzabile quando la mancata svalutazione o conversione comporterebbe inevitabilmente che la banca divenga «in dissesto o a rischio di dissesto»⁶⁵. Tuttavia, il ruolo prudenziale dei *CoCos* è quello di intervenire preventivamente evitando il dissesto della banca emittente. Dunque, quantomeno nell'ottica prudenziale, i due poteri sono ortogonali e restano concettualmente distinti. Tuttavia, come si vedrà diffusamente nel prossimo paragrafo, gli incentivi strategici dei vari attori portano ad una quasi totale sovrapposizione dell'emersione della fase di crisi, nella quale i *CoCos* dovrebbero svolgere un ruolo preventivo, e la fase del dissesto, nella quale le regole sopra richiamate trovano applicazione piena. Giova sottolineare che questa congiuntura non rappresenta la fisiologia dell'impianto prudenziale pensato in risposta alla crisi finanziaria, bensì una sua evidente patologia.

3. Un modello dinamico per gli AT1 CoCos

Muovendo dall'analisi svolta nel paragrafo precedente, la presente sezione sviluppa un quadro analitico volto a illustrare le condizioni di efficacia prudenziale dei *CoCos* in una prospettiva dinamica. Tale prospettiva consente di approfondire la comprensione delle condizioni di efficacia di questi strumenti. Il modello sviluppato mostra che la conversione o svalutazione dei *CoCos* può risultare efficace solo se collocata nel più ampio contesto del *ciclo di vita* dello strumento e delle interazioni strategiche tra banca emittente, regime regolatorio e autorità di vigilanza. Il paragrafo 3.1 definisce il quadro di riferimento, mentre il paragrafo 3.2 analizza gli incentivi della banca emittente.

3.1. Lo scenario

Il modello analitico considera l'interazione di quattro categorie di soggetti: (1) le banche emittenti; (2) il regolatore che stabilisce le regole per tale emissione; (3) gli investitori che acquistano, scambiano e detengono i *CoCos*; e (4) l'autorità di vigilanza bancaria⁶⁶.

In primo luogo, il regolatore definisce le regole del gioco, fissando i parametri entro i quali si svolge l'intero ciclo di vita dello strumento. Date tali regole, il *ciclo di vita* dello strumento può così essere suddiviso in quattro fasi. Esso si apre

⁶⁴ Si vedano gli artt. 59(3)(a) e 32(1)(c) BRRD.

⁶⁵ Art. 59(3)(b) BRRD.

⁶⁶ L'autorità di regolamentazione e l'autorità di vigilanza possono essere la stessa istituzione o istituzioni diverse, ma sono in ogni caso separate nelle loro attività di regolamentazione e vigilanza.

con la decisione della banca di procedere all'emissione e si chiude con uno dei tre possibili esiti: (a) il *CoCo* viene rimborsato (o riacquistato); (b) si attiva il meccanismo di assorbimento delle perdite; oppure (c) la banca viene dichiarata insolvente e dunque sottoposta a risoluzione o liquidazione. I nodi principali del modello sono rappresentati nella Figura 1, mentre la Figura 2 illustra i meccanismi normativi e contrattuali rilevanti in ciascuna fase.

Come anticipato, al tempo iniziale t_0 l'autorità di regolamentazione definisce il regime applicabile ai *CoCos*. Questo è il risultato dell'impegno di diverse autorità competenti, a seconda delle disposizioni specifiche di ogni giurisdizione⁶⁷. Indipendentemente dal modo in cui viene sviluppato il quadro prudenziale, in questo periodo tutte le parti interessate hanno piena conoscenza degli elementi essenziali della regolamentazione.

In questa fase rilevano quattro variabili principali: (1) il grado di autonomia contrattuale riconosciuto alla banca nella stesura delle clausole contrattuali; (2) l'ampiezza dei poteri attribuiti all'autorità di vigilanza; (3) la verificabilità e applicabilità delle conseguenze derivanti dall'attivazione del *trigger* contrattuale; (4) la verificabilità e l'applicabilità delle conseguenze connesse all'insolvenza della banca.

⁶⁷ Nell'UE, ad esempio, questo è il risultato degli accordi di *Basilea III* e della loro attuazione attraverso la legislazione primaria. Tale attuazione viene poi perfezionata e specificata dalla legislazione secondaria emanata dalla Commissione o dall'Autorità bancaria europea, a seconda delle loro competenze. Inoltre, è probabile che i legislatori nazionali intervengano per attuare la legislazione dell'UE nella giurisdizione nazionale.

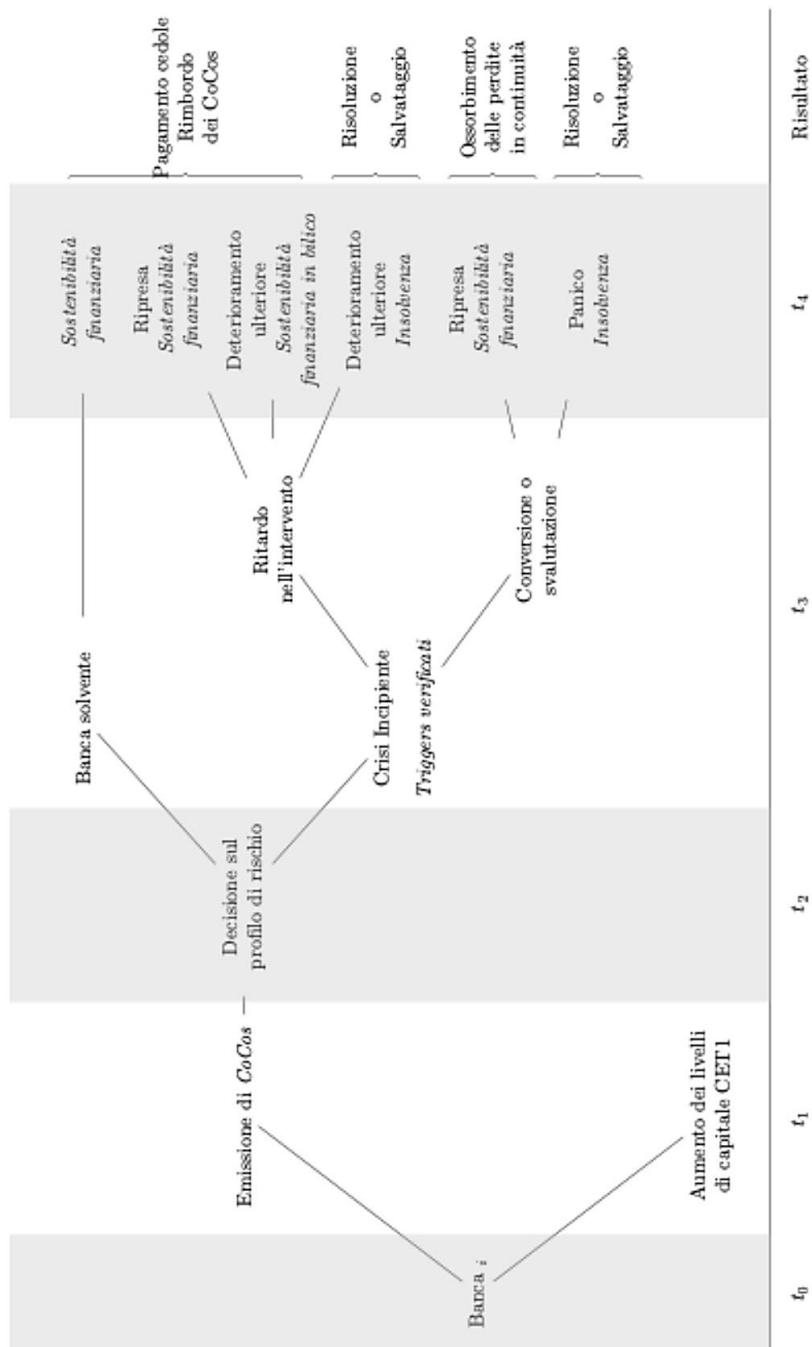


Figura 1 – Il ciclo di vita dei CoCos

In particolare, due elementi cardine delimitano il perimetro dell'intero modello: da un lato, i requisiti per la qualificazione di uno strumento come *CoCo ATI*, illustrati nel paragrafo 2.2; dall'altro, il regime applicabile alle banche che raggiungono le condizioni che determinano l'insolvenza, con specifico riguardo all'individuazione del momento in cui tale stato si configura e alle relative conseguenze⁶⁸.

Un aspetto centrale del modello qui proposto è l'esistenza di un certo grado di autonomia delle parti nella definizione delle caratteristiche contrattuali dei *CoCos*, nonché un certo livello di discrezionalità per l'autorità di vigilanza nell'imporre la conversione o svalutazione. Il livello di tale autonomia e discrezionalità dipende dal quadro definito dall'autorità di regolamentazione al tempo iniziale t_0 . Infine, la disciplina prudenziale impone l'emissione di *CoCos* ai fini del rispetto dei requisiti patrimoniali, mentre l'unica alternativa consiste nell'emissione di ulteriori azioni ordinarie.

Al tempo t_1 , la banca decide se procedere all'emissione di *CoCos* e, in caso affermativo, ne definisce la struttura contrattuale. Parallelamente, gli investitori decidono il prezzo. Assumendo che il mercato dei *CoCos* sia sufficientemente liquido, il loro prezzo rifletterà il rischio associato allo strumento e al suo emittente. È ragionevole supporre che la banca miri a minimizzare il costo di emissione, agendo sul *design* contrattuale dei *CoCos* al fine di limitare il rischio percepito dagli investitori.

Nella fase successiva, al tempo t_2 , la banca definisce il proprio profilo di rischio operativo, mentre gli investitori decidono sull'opportunità di vendere lo strumento sul mercato secondario. Quest'ultima decisione dipende dalle condizioni generali del mercato e dalla probabilità che l'investitore subisca perdite⁶⁹. Tale impatto è osservato in modo imperfetto dagli investitori che, a loro volta, possono reagire solo sul mercato secondario⁷⁰.

Al tempo t_3 , l'autorità di vigilanza valuta la situazione della banca nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale, di uno *stress test* o in risposta ad informazioni negative sulla redditività dell'ente. A questo punto, l'autorità di vigilanza può ritenere che la banca sia solvente e ben capitalizzata oppure osservare un deterioramento significativo del capitale. È fondamentale ricordare che la situazione patrimoniale della banca non è pienamente verificabile e che l'autorità

⁶⁸ Nell'UE si tratta delle regole di risanamento e risoluzione definite dalla direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche. Si vedano in particolare gli artt. 31, 32 e 48 della BRRD.

⁶⁹ Per semplicità, si ipotizza che le condizioni macro e microeconomiche siano stabili e che la Banca possa decidere una sola volta la propensione al rischio.

⁷⁰ R. BLISS, *Market Discipline and Subordinated Debt: A Review of Some Salient Issues*, in *Econ. Perspectives*, 2001, 24. Per i limiti della disciplina di mercato nel settore bancario, con specifico riferimento ai creditori profondamente subordinati, si veda E.D. MARTINO, *The Bail-in beyond Unpredictability: Creditors' Incentives and Market Discipline*, in *EBOR*, 2021, 789.

di vigilanza dispone di un significativo margine di discrezionalità in tale valutazione⁷¹.

Al tempo t_4 , l'autorità di vigilanza valuta gli esiti della fase precedente. Qualora ritenga che la banca sia solvente e adeguatamente capitalizzata, la cedola sui *CoCos* può essere liberamente corrisposta. Inoltre, ove ricorrano le condizioni previste, lo strumento può essere rimborsato o riacquistato dall'emittente. In alternativa, l'autorità può ritenere che, pur mantenendo la solvibilità, la banca presenti un deterioramento significativo del capitale. I *CoCos* sono stati introdotti nell'impianto della disciplina prudenziale proprio per fronteggiare tale evenienza, che si colloca in una zona grigia tra solvibilità formale e crisi incipiente⁷². Anche in questa fase, l'autorità di vigilanza dispone di un ampio margine di discrezionalità, la cui estensione dipende tanto dalle regole fissate dal regolatore al tempo t_0 , quanto dalla struttura contrattuale dei *CoCos* definita al tempo t_1 . Entro tale margine, l'autorità può decidere di attivare il meccanismo di assorbimento delle perdite o, al contrario, di differirne l'applicazione (*forbearance*)⁷³. Come sottolineato in precedenza, la possibilità di verificare e applicare le conseguenze dell'attivazione del *trigger* resta imperfetta⁷⁴.

⁷¹ Questo aspetto è stato modellato teoricamente in N. MARTYNOVA, E. PEROTTI, J. SUAREZ, *Capital Forbearance in the Bank Recovery and Resolution Game*, in *J. Fin. Econ.*, 2022, 884. Ciò è anche coerente con la moderna concezione dell'opacità intrinseca delle banche come caratteristica per mantenere la loro redditività, cfr. T. DANG, G. GORTON, B. HOLMSTRÖM, (nt. 20).

⁷² L'uso della forma ipotetica è giustificato dal fatto che la situazione patrimoniale reale della banca è imperfettamente verificabile. Tutte le complicazioni legate alla verifica e all'applicazione dei *trigger* sono descritte in dettaglio nel paragrafo 3.3.1 e dipendono in larga misura dalle modalità di assegnazione dei diritti di controllo.

⁷³ E. D. MARTINO, E. PEROTTI, (nt. 26), 5.

⁷⁴ Per una concettualizzazione dell'incompletezza normativa, parallelamente all'incompletezza contrattuale, si veda K. PISTOR, C. XU, *Incomplete Law*, in *New York U. J. of Int. L. and Policy*, 2002, 931.

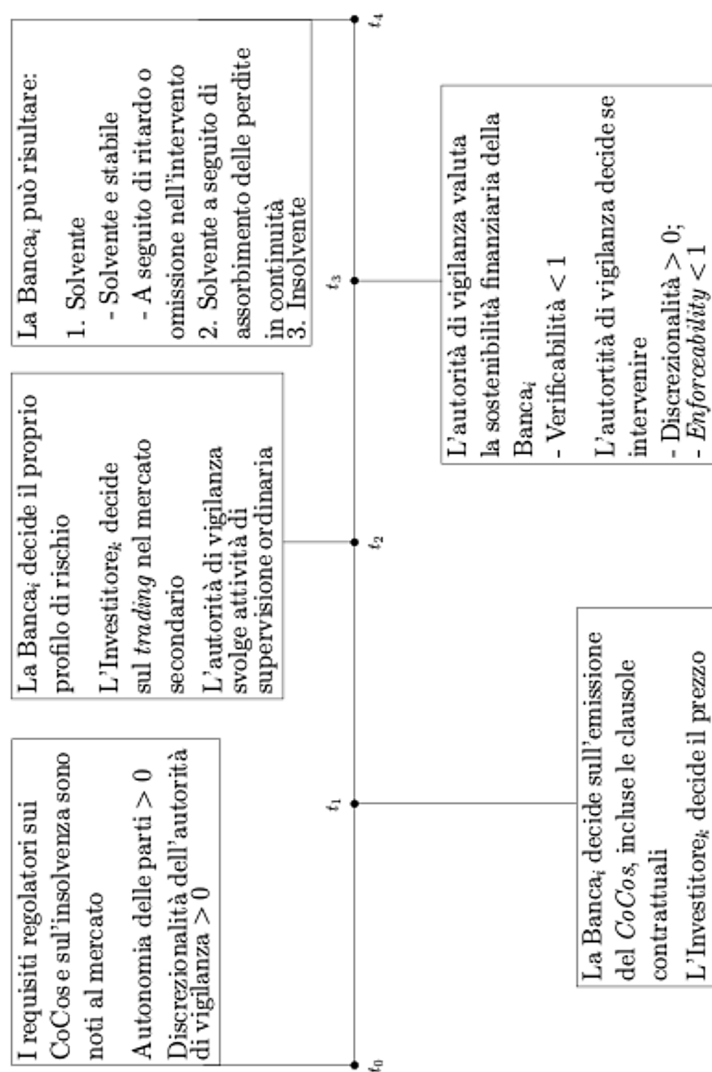


Figura 2 – Snodi chiave del ciclo di vita dei CoCos

L'autorità di vigilanza si trova così a dover bilanciare due rischi opposti. Da un lato, può insistere per la conversione o svalutazione e quindi ridurre la leva finanziaria; dall'altro, lo stesso intervento può trasmettere al mercato un segnale negativo, alimentando il panico tra gli investitori e, di conseguenza, portando all'effettiva insolvenza della banca a seguito di una crisi di liquidità⁷⁵. Quest'ultima considerazione suggerisce che l'autorità di vigilanza abbia forti incentivi ad evitare ogni intervento. In questo scenario, la banca può infatti ancora riprendersi, grazie a un temporaneo recupero della redditività o a fattori esogeni favorevoli. Tuttavia, la situazione della banca può anche peggiorare ulteriormente. Nelle due ipotesi – temporanea ripresa o deterioramento – la cedola continua a essere pagata e il *CoCo* può essere rimborsato, come se la banca risultasse effettivamente ben capitalizzata. Poiché tali scenari non sono facilmente distinguibili dall'esterno, il risultato per gli investitori rimane sostanzialmente identico.

Infine, la situazione della banca può effettivamente deteriorarsi, fino al manifestarsi dell'insolvenza. Questa valutazione richiede un ampio margine di discrezionalità tecnica nella valutazione degli attivi, del valore di avviamento e delle prospettive di redditività futura⁷⁶. In tal caso, gli investitori in *CoCos* subiscono perdite in base all'ordine di priorità prevista nella procedura di liquidazione o risoluzione, ma non in continuità aziendale⁷⁷.

3.2. *Gli incentivi*

Delineato il quadro di riferimento, l'analisi si concentra sugli incentivi che orientano le decisioni dei diversi attori, considerando le rispettive aspettative. L'analisi è effettuata a ritroso, muovendo dalle aspettative formulate al tempo t_4 , fino a risalire alla decisione iniziale sull'emissione.

Come anticipato, lo scenario di particolare interesse per il presente contributo è quello in cui la banca, pur rimanendo solvente, presenta un progressivo deterioramento della propria posizione patrimoniale. In questa situazione, la banca può sia recuperare stabilità, sia deteriorarsi ulteriormente fino a raggiungere l'insolvenza. Per comprendere correttamente gli incentivi che guidano le decisioni della banca e dell'autorità di vigilanza, è necessario analizzare l'impatto che un'even-

⁷⁵ S. CHAN, S. VAN WIJNBERGEN, (nt. 18).

⁷⁶ C. BRESCIA MORRA, *The New European Union Framework for Banking Crisis Management: Rules versus Discretion*, in *ECFR*, 2019, 349.

⁷⁷ Nell'UE, l'an dell'insolvenza bancaria è deciso dall'autorità di vigilanza – l'SSM per le banche dell'area euro di dimensioni medio-grandi – con la dichiarazione che la banca è «dissesto o a rischio di dissesto». Si veda l'art. 32 della BRRD. Con alta probabilità, il valore sia per gli azionisti della banca che per i detentori di *CoCos* è pari a zero. Ciò è coerente con le stime effettuate per le banche fallite o salvate durante la crisi finanziaria globale. Si veda T. CONLON, J. COTTER, *Anatomy of a Bail-In*, in *J. Fin. Stability*, 2014, 257.

tuale *forbearance* da parte di quest'ultima può avere sull'evoluzione della situazione patrimoniale della banca.

Qualora il deterioramento del capitale porti all'attivazione del *trigger*, il suo recupero richiederebbe interventi correttivi che, nello scenario in analisi, consisterebbero nella conversione o nella svalutazione dei *CoCos*. Se invece il peggioramento è contenuto, la sospensione del pagamento delle cedole o il rinvio del rimborso o riacquisto dello strumento possono rappresentare alternative meno invasive ma comunque idonee a rafforzare la posizione patrimoniale dell'ente. Nondimeno, l'autorità di vigilanza potrebbe voler evitare di intraprendere qualsiasi azione correttiva, temendo che l'attivazione di qualsiasi meccanismo produca reazioni avverse da parte del mercato e dei depositanti. Quanto più marcato è il deterioramento, tanto più elevata è la probabilità di reazioni avverse, di conseguenza, tanto più problematica diventa l'adozione di interventi correttivi efficaci⁷⁸.

In tale contesto, l'astensione da ogni intervento da parte dell'autorità tende a configurarsi come strategia dominante, anche in ragione della scarsa verificabilità delle condizioni di attivazione del *trigger* o di accertamento dell'insolvenza⁷⁹. Pertanto, a meno che l'autorità di vigilanza non disponga di poteri sufficientemente penetranti da garantire la piena verificabilità ed esecutività della conversione o della svalutazione, permane un forte incentivo a non intervenire al tempo t_3 . Ciò deriva direttamente dal fatto che, al tempo t_4 , le banche solventi e adeguatamente capitalizzate risultano pressoché indistinguibili dalle banche solventi ma sottocapitalizzate.

In questa congiuntura, se l'autorità di vigilanza decide di utilizzare la propria discrezionalità per ritardare l'intervento, la banca può beneficiare di fattori esogeni, quali il miglioramento delle condizioni di mercato. In alternativa, la capitalizzazione della banca può continuare a deteriorarsi ulteriormente. In ognuno di questi scenari, gli investitori dei *CoCos* ricevono regolarmente la cedola e i *CoCos* saranno verosimilmente rimborsati alla prima finestra utile. D'altro canto, se l'astensione dell'autorità si protrae, il deterioramento delle condizioni della banca può diventare tanto grave da rendere la banca insolvente. In questa situazione, i *trigger* risultano certamente attivabili; tuttavia, la conversione o svalutazione dei *CoCos* risulterebbe pleonastica rispetto alla ormai imminente procedura di risoluzione o liquidazione⁸⁰. Dunque, è evidente dall'analisi che l'interazione tra

⁷⁸ N. MARTYNOVA, E. PEROTTI, J. SUAREZ, (nt. 71), 897.

⁷⁹ Per i dettagli su questi meccanismi nei vari casi in cui il *CoCo* ha (non ha) assorbito le perdite, si veda il paragrafo 4.

⁸⁰ È evidente che quanto più grave è il deterioramento, tanto minore è la probabilità che una procedura di risoluzione sia efficace. W. RINGE, *Bank Bail-In between Liquidity and Solvency*, in *American Bankruptcy L. J.*, 299. Pertanto, ritardare il riconoscimento del deterioramento e persino il riconoscimento del fallimento della banca aumenta la probabilità di *bail-out*. Ciò è anche in linea con A.H. CHOI, J.Y. ZHANG, (nt. 11), che studiano la conversione solo quando la crisi è già in corso.

l'incentivo dell'autorità di vigilanza ad astenersi da ogni intervento per timore di reazioni avverse e l'incentivo della banca a non lasciar trapelare segnali di crisi concorrono a impedire ai *CoCos* di assolvere la propria funzione preventiva.

Facendo un ulteriore passo indietro, ne consegue che i segnali provenienti dal mercato secondario al tempo t_2 sono particolarmente deboli, poiché il rischio di svalutazione o conversione in continuità aziendale è solo debolmente correlato alla effettiva situazione patrimoniale della banca, salvo che il deterioramento sia così grave da richiedere una risoluzione o un salvataggio. A questo punto, i *CoCos* non sono più in grado di svolgere alcuna funzione prudenziale, divenendo simili a un comune debito subordinato⁸¹.

La conseguenza ultima di questa concatenazione di aspettative e incentivi è che, al tempo t_1 , la banca tenda con ogni probabilità a emettere *CoCos* anziché aumentare il livello di strumenti *CET1*. Aumentare il livello di *CET1* significa emettere nuove azioni ordinarie – ciò invierebbe segnali negativi al mercato⁸² e diluirebbe gli azionisti esistenti, compresi i *manager* – o aumentare il livello di utili non distribuiti – riducendo l'ammontare dei dividendi distribuiti.

Un'ulteriore implicazione di questa analisi è che il *design* contrattuale dello strumento ha un'influenza limitata sul prezzo dello stesso, poiché la conversione o svalutazione rimangono improbabili e il profilo di rischio dei *CoCos* è solo debolmente correlato alla condizione finanziaria della banca, almeno fino a quando la banca è considerata solvente. Pertanto, la decisione sul *design* del *trigger* e sul meccanismo di assorbimento delle perdite potrebbe non riflettere la configurazione contrattuale ottimale dal punto di vista prudenziale.

Infine, l'analisi evidenzia come il compito del regolatore consista nel massimizzare la verificabilità e l'applicabilità delle conseguenze derivanti dall'attivazione del *trigger* contrattuale quando la situazione della banca inizia a deteriorarsi. Il paragrafo 5 offrirà un'approfondita discussione su come tale obiettivo possa essere perseguito al fine di comprendere perché, sino ad oggi, i *CoCos* non siano riusciti ad assolvere il proprio ruolo prudenziale.

3.3. Perché i *CoCos* non funzionano

L'analisi svolta nei paragrafi precedenti ha messo in luce le interazioni strategiche che emergono lungo il complesso ciclo di vita dei *CoCos*, focalizzandosi soprattutto sulle interazioni tra i requisiti normativi e il *design* contrattuale dei *CoCos*, che finiscono per impedirne l'efficacia prudenziale. Attraverso un ragionamento a ritroso, si è potuto concludere che la strategia dominante per la banca

⁸¹ P. GLASSERMAN, E. PEROTTI, (nt. 24), 328.

⁸² S. MYERS, N. MAJLUF, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, in *J. Fin. Econ.*, 1984, 187.

consiste nell'emissione di *CoCos* utilizzando il *design* contrattuale in maniera strategica e che, quale conseguenza di tali interazioni, l'autorità di vigilanza tenda ad astenersi dall'intervenire nelle fasi iniziali della crisi. Muovendo da tali premesse, il presente paragrafo analizza nel dettaglio le ragioni che determinano una simile situazione di stallo. Nello specifico, il paragrafo 0 esamina le caratteristiche principali del *design* contrattuale e normativo dei *CoCos*, il paragrafo 3.3.2 analizza invece il ruolo dell'autorità di vigilanza.

3.3.1. *Il design contrattuale e normativo del trigger*

Il *design* del *trigger* è la caratteristica essenziale che determina la capacità dei *CoCos* di salvaguardare il valore della banca in crisi. Le condizioni di attivazione del *trigger* sono definite *ex ante* al momento dell'emissione dello strumento e, una volta verificatesi, ne determinano l'attivazione *ex post*. Tuttavia, il loro accertamento è difficilmente verificabile, in particolare quando l'attivazione dipende esclusivamente dal valore contabile del patrimonio netto della banca. Infatti, la banca emittente mantiene un ampio margine di controllo su tale posta contabile.

Molteplici fattori rendono improbabile che i *CoCos* con *trigger* contabile, nella loro configurazione attuale, siano attivati in condizioni di continuità aziendale⁸³. In primo luogo, la disciplina prudenziale consente di fissare il *trigger* a una soglia eccessivamente prossima all'insolvenza⁸⁴. Come discusso nel paragrafo 2.2, il *trigger* contabile minimo per un *CoCo ATI* è pari al 5,125% del *CET1/RWA*, mentre il requisito patrimoniale minimo per ogni banca è di circa il 6,5% del *CET1/RWA*⁸⁵. Ne consegue che l'attivazione del *trigger* contabile non sia possibile per nessuna banca sottoposta alla vigilanza del *Single Supervisory Mechanism (SSM)* senza che essa violi al contempo i requisiti minimi patrimoniali, facendo dunque venire meno il carattere preventivo dei *CoCos*⁸⁶.

In secondo luogo, anche qualora il *trigger* contabile fosse fissato a un livello sufficientemente elevato, gli indici contabili rappresentano spesso un'approssimazione imperfetta della reale situazione finanziaria della banca⁸⁷. È questo il caso,

⁸³ Per una conclusione simile si veda M. J. FLANNERY, (nt. 14), 231.

⁸⁴ Per un'argomentazione simile si veda P. GLASSERMAN, E. PEROTTI, (nt. 24), 318.

⁸⁵ Si considera il 4,5% del requisito patrimoniale minimo e la maggiorazione del capitale del secondo pilastro è stata in media del 2,25% per le banche sottoposte a vigilanza SSM nel 2024 (la maggiorazione minima del secondo pilastro era dell'1%). Dati reperibili al seguente indirizzo: www.bankingsupervision.europa.eu. Questo dato rappresenta ancora una stima estremamente conservativa dell'effettivo livello di *CET1* richiesto al loro livello effettivo, poiché non considera tutti i vari *buffer* previsti dall'articolo 128 della CRD.

⁸⁶ Anche durante la crisi finanziaria, una soglia contabile del 5,125% di *CET1/RWA* non sarebbe stata raggiunta da nessuna delle principali banche. Si veda A. HALDANE, *Capital discipline* (gennaio 2011) American Econ. Association Meeting, 14, reperibile al seguente indirizzo: www.bis.org.

⁸⁷ M.J. FLANNERY, (nt. 14), 229. Una delle ragioni è che le norme contabili bancarie consentono

rispettivamente, di *Silicon Valley Bank* alla fine del 2022 e di *Credit Suisse* nell'inverno del 2023⁸⁸. In simili circostanze, la possibilità di verificare tempestivamente l'attivazione del *trigger* contabile dei *CoCos* è estremamente limitata e, di conseguenza, lo è anche la possibilità di ricapitalizzare la banca in condizioni di continuità aziendale.

In terzo luogo, le scritture contabili possono essere oggetto di manipolazione da parte della banca⁸⁹. Le autorità di vigilanza possono non essere in grado di individuare tempestivamente tali manipolazioni⁹⁰. L'evidenza empirica suggerisce che le banche tendono a manipolare i modelli di ponderazione del rischio delle proprie attività, soprattutto nei casi di bassa capitalizzazione⁹¹. Inoltre, poiché le scritture contabili non vengono aggiornate frequentemente, un rapido deterioramento della posizione patrimoniale rende immediatamente obsoleto il valore contabile del patrimonio netto riportato nel trimestre precedente⁹². A parziale soluzione di questo problema, i termini contrattuali dei *CoCos* prevedono spesso che l'autorità di vigilanza abbia la facoltà di richiedere alla banca la redazione di scritture contabili intermedie, ove ritenuto necessario dall'autorità⁹³.

3.3.2. Il ruolo dell'autorità di vigilanza: tra discrezionalità e tolleranza

L'autorità di vigilanza svolge un ruolo cruciale nel monitorare la situazione della banca e, in particolare, il verificarsi del *trigger* contabile. È infatti del tutto improbabile che le banche decidano autonomamente di attivare i *CoCos* senza che l'autorità di vigilanza svolga un ruolo attivo⁹⁴. L'analisi deve dunque focalizzarsi

alle banche di contabilizzare gli strumenti finanziari al loro costo storico piuttosto che al loro valore di mercato se tali strumenti finanziari sono destinati a essere detenuti fino alla scadenza. Si veda a questo proposito: ANDREA ENRIA *et al.*, *Fair value accounting in the banking sector* (Novembre 2005) in *ECB Occasional Paper* No. 13, 1 reperibile al seguente indirizzo: papers.ssrn.com.

⁸⁸ Sull'importanza dei criteri contabili nel fallimento della *Silicon Valley Bank*, si veda A. METRICK, *The Failure of Silicon Valley Bank and the Panic of 2023*, in *J. Econ. Perspectives*, 2024, 133.

⁸⁹ T. BERG, C. KASERER, (nt. 18), 379.

⁹⁰ *Ivi.*

⁹¹ M. MARIATHASAN, O. MERROUCHE, *The manipulation of Basel risk-weights*, in *J. Fin. Intermediation*, 2014, 300; T. BEGLEY, A. PURNANANDAM, K. ZHENG, *The Strategic Underreporting of Bank Risk*, in *Rev. Fin. Studies*, 2017, 3377.

⁹² Sul punto si veda S. AVDJIEV, A. KARTASHEVA, B. BOGDANOVA, (nt. 21), 44.

⁹³ Sono stati esaminati i prospetti di 10 *CoCos ATI* selezionati casualmente ed emessi di recente da banche con sede in 10 paesi diversi. Una clausola di questo tipo è stata rinvenuta in 8 prospetti su 10; negli altri 2 prospetti non era chiaro se l'autorità di vigilanza potesse chiedere alla banca di preparare conti intermedi con un rapporto CET1/RWA aggiornato. Si veda, ad esempio: CREDIT SUISSE, *CHF 200.000.000 3,875 per cento perpetual tier 1 contingent write-down capital notes*, 90, reperibile al seguente indirizzo: www.kccllc.net.

⁹⁴ P. GLASSERMAN, E. PEROTTI, (nt. 24), 324. Inoltre, alcuni *CoCos* possono contenere un «trig-

sui meccanismi che inducono l'autorità di vigilanza ad astenersi da ogni intervento al tempo t_3 del modello concettuale discusso nel paragrafo precedente – ossia il momento in cui l'inizio della crisi viene rilevato dall'autorità.

In primo luogo, le autorità di vigilanza bancaria possono temere che l'attivazione dei *CoCos* invii al mercato un segnale negativo sulla solidità della banca, o persino sulla solidità di altre banche, innescando una corsa agli sportelli. L'attivazione dei *CoCos* di una banca può essere interpretata dal mercato come segnale di un'elevata probabilità che le autorità di vigilanza impongano perdite anche ai detentori di *CoCos* di altre banche, con effetti di contagio⁹⁵.

In secondo luogo, può essere indotta ad astenersi da ogni intervento per ragioni di natura politica⁹⁶. L'attivazione di un *CoCo* può essere percepita come un'ammissione di errore da parte dell'autorità, che non è riuscita a prevenire il dissesto⁹⁷. Inoltre, le decisioni delle autorità di vigilanza che impongano alle banche di riconoscere tempestivamente le perdite non realizzate espongono l'autorità a rischi legali e, conseguentemente, a ulteriori contestazioni⁹⁸.

La tendenza delle autorità di vigilanza a ritardare o evitare l'intervento, soprattutto in materia di requisiti patrimoniali, è ampiamente documentata e rappresenta un fenomeno che trascende l'efficacia dei *CoCos*⁹⁹. Dunque, ancorare rigidamente la conversione o la svalutazione dei *CoCos* al valore contabile dei fondi propri contraddice l'ambizione anticiclica che ispira tali strumenti, poiché le autorità di vigilanza tendono a essere molto indulgenti nelle fasi di espansione e a rinviare il riconoscimento delle perdite di capitale durante le fasi recessive. Tale dinamica trova ulteriore conferma nell'evidenza empirica secondo cui le banche tendono a programmare l'emissione di *CoCos* e di altri strumenti di capitale unicamente nelle fasi di congiuntura favorevole¹⁰⁰.

ger discrezionale», che dà all'autorità di vigilanza la facoltà di far scattare i *CoCos* se si verificano determinate condizioni, ad esempio se alla banca viene concesso un sostegno pubblico straordinario. La svalutazione dei *CoCos* *ATI* nel caso di *Credit Suisse* si basava in parte su questo tipo di attivazione discrezionale. Tuttavia, nell'UE non esiste un requisito legale che preveda un *trigger* discrezionale e dunque questo non viene generalmente incluso.

⁹⁵ P. GLASSERMAN, E. PEROTTI, (nt. 24), 326.

⁹⁶ N. MARTYNOVA, E. PEROTTI, J. SUAREZ, (nt. 71), 887.

⁹⁷ Si veda M.J. FLANNERY, (nt 14), 229 e N. MARTYNOVA, E. PEROTTI, J. SUAREZ, (nt. 71), 885.

⁹⁸ C.W. CALOMIRIS, R.J. HERRING, (nt. 18), 41.

⁹⁹ Per una trattazione più risalente, si veda R. DEGENNARO, J. THOMSON, *Capital Forbearance and Thrifts: Examining the Costs of Regulatory Gambling*, in *J. of Fin. Services Research*, 1996, 199.

¹⁰⁰ U. LEWRICK, JM. SERENA, G. TURNER, *Believing in Bail-in? Market Discipline and the Pricing of Bail-in Bonds*, in *BIS working paper n. 831*, 2019, 27.

4. Fallimenti e modesti successi dei CoCos

La discussione di alcune evidenze aneddotiche riguardanti situazioni di crisi o pre-crisi di istituti bancari è importante per corroborare la validità del modello dinamico proposto nel precedente paragrafo. Alla data di redazione, non si è ancora verificata una vera e propria applicazione in continuità aziendale dei meccanismi di assorbimento delle perdite dei *CoCos* nell'Unione europea¹⁰¹. Come più volte ricordato, il primo e finora unico esempio di applicazione di tali meccanismi è rappresentato dalla svalutazione di 17 miliardi di CHF nel caso *Credit Suisse*. Tuttavia, tale svalutazione è intervenuta in una fase ormai avanzata della crisi dell'istituto e in un contesto caratterizzato da circostanze complesse e intrecciate tra loro. Questa constatazione appare già coerente con il modello dinamico del ciclo di vita dei *CoCos*, il quale anticipa che l'attivazione degli stessi non avvenga in condizioni di continuità aziendale, ma, se del caso, solo in una fase estremamente prossima all'insolvenza. Il presente paragrafo analizza cinque casi emblematici che contribuiscono a chiarire le cause della mancata attivazione dei *CoCos*. Oltre al caso *Credit Suisse*, gli altri quattro riguardano banche europee. L'analisi si concentra sulle caratteristiche funzionali di tali casi, con particolare riferimento alle interazioni strategiche tra i diversi attori, interpretabili alla luce del modello dinamico del ciclo di vita dei *CoCos*. La Figura 3 sintetizza gli aspetti chiave di ciascun caso.

Caso	Anno	Meccanismo di Assorbimento delle perdite	Perdite effettive	Continuità aziendale	Meccanismo legale	Funzione
Deutsche Bank	2016	Restrizione dei dividendi e ritardo nel rimborso	NO	SÌ	Requisito combinato di riserva di capitale	Ricapitalizzazione anticipata
Banco Popular	2017	Svalutazione dello strumento	SÌ	NO	Vendita di attività e liquidazione	Risoluzione
MPS	2017	Svalutazione dello strumento	SÌ	SÌ*	Ricapitalizzazione precauzionale	Condivisione degli oneri al fine di ricevere supporto finanziario

¹⁰¹ A.H CHOI, J.Y. ZHANG, (nt. 11).

Banca del Pi-reo	2020	Conversione in azioni ordinarie	SÌ	SI**	Ricapitalizzazione precauzionale e clausola di continuità aziendale	Ricapitalizzazione anticipata
Credit Suisse	2023	Svalutazione dello strumento	SÌ	SÌ	Trigger discrezionale assistito da un'ordinanza d'emergenza	Facilitare una fusione

* ma la proprietà pubblica *ex post*
** ma contributo pubblico *ex ante* e proprietà pubblica *ex post*

Figura 3 – Casi di assorbimento delle perdite di CoCos

4.1. Deutsche Bank – 2016

Il primo caso in cui i *CoCos* vengono in rilievo si è verificato nel 2016 in riferimento a *Deutsche Bank*¹⁰². La banca aveva registrato perdite per l'esercizio 2015, con un conseguente deterioramento della propria capitalizzazione fino a sfiorare il livello minimo del *requisito combinato di riserva di capitale*. Come ricordato in precedenza, la violazione di tale requisito comporta, tra l'altro, la limitazione della facoltà di corrispondere le cedole sui *CoCos*. Ciò ha dunque messo in dubbio la possibilità per i detentori di *CoCos* di ricevere regolarmente la cedola del 6%. Nelle stesse settimane si diffusero voci secondo cui *Deutsche Bank* non sarebbe stata in grado di rimborsare l'obbligazione alla scadenza originariamente prevista¹⁰³. Tali notizie generarono rapidamente tensione nel settore, poiché si sarebbe trattato del primo caso di attivazione – seppur nella forma più blanda – del meccanismo di assorbimento delle perdite dei *CoCos*, consistente nella cancellazione di una cedola. Secondo le preoccupazioni diffuse all'epoca, ciò avrebbe potuto innescare un aumento generalizzato dei costi di finanziamento per le banche europee. A conferma di ciò, in poche settimane, i *CoCos* di *Deutsche Bank* persero quasi il 25% del loro valore¹⁰⁴.

¹⁰² La banca è stata pesantemente criticata per le cattive e opache pratiche di gestione anni precedenti. Si veda J. SHANNON, B. YU, J. O'ROURKE, *Deutsche Bank, AG: Mortgage Securitization and Financial Collapse*, Notre Dame (IN), The Eugene D Fanning Center for Bus Communication, 2017.

¹⁰³ J. GLOVER, *Deutsche Bank CoCo Bonds Have Bumpy Ride as Lender Struggles* (Gennaio 2016) Bloomberg, reperibile al seguente indirizzo: www.bloomberg.com. Come discusso in precedenza nel paragrafo 2.2, le banche non sono obbligate per legge a richiamare i *CoCos* alla prima data possibile, ma in pratica lo fanno spesso e il mercato si aspetta questo.

¹⁰⁴ W. RICHTER, *Deutsche Bank CoCo Bonds Plunge, Shares Hit Record Low, after US Entity Makes FDIC's "Problem Bank List"*, (maggio 2018), Wolf Street, reperibile al seguente indirizzo: wolfstreet.com.

L'applicabilità della restrizione al pagamento della cedola fu oggetto di controversia, poiché l'interpretazione del livello dei requisiti combinati di capitale risultava incerta¹⁰⁵. Nel luglio 2016, l'Autorità Bancaria Europea (EBA) adottò un'interpretazione meno restrittiva dei requisiti normativi¹⁰⁶. Di conseguenza, *Deutsche Bank* poté distribuire la cedola e rimborsare lo strumento alla prima finestra contrattualmente disponibile.

Benché la decisione non possa essere direttamente ricondotta al caso *Deutsche Bank*, il suo tempismo e l'effetto sui prezzi dei *CoCos* della banca non lasciano dubbi circa l'impatto di tale interpretazione sulla capacità dei *CoCos* di assorbire perdite in continuità aziendale. Con riferimento al modello dinamico sviluppato in precedenza, tale decisione ha ulteriormente ridotto la distanza teorica tra il momento in cui le autorità di vigilanza possono intervenire e il punto di effettiva insolvenza.

Questo caso evidenzia un aspetto cruciale a sostegno della validità del modello dinamico sul ciclo di vita dei *CoCos*. In particolare, anche un modesto livello di assorbimento delle perdite in continuità – quale il mancato pagamento di una cedola o il differimento della data di rimborso – rappresenta un segnale negativo suscettibile di innescare turbolenze nel settore, rafforzando gli incentivi dell'autorità di vigilanza a evitare ogni intervento al tempo t_3 ¹⁰⁷.

4.2. Banco Popular – 2017

Il secondo caso in esame concerne *Banco Popular*, una banca spagnola di medie dimensioni che ha subito un'improvvisa crisi di liquidità tra maggio e giugno del 2017. La banca è stata dichiarata “in dissesto o a rischio di dissesto” il 6 giugno dello stesso anno ed è stata sottoposta a procedura di risoluzione il giorno

¹⁰⁵ Il disaccordo si è concentrato sulla natura giuridica dei requisiti patrimoniali aggiuntivi imposti dall'autorità di vigilanza sulla base del processo di revisione e valutazione prudenziale e dell'esito dello stress-test. Un'interpretazione rigorosa avrebbe portato a conteggiare questo supplemento aggiuntivo nel CBR, aumentando l'importo del capitale necessario per soddisfare i requisiti e, nel caso di *Deutsche Bank*, portando a una limitazione della distribuzione.

¹⁰⁶ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Information update on the 2016 EU-wide stress test* (luglio 2016), 2, reperibile al seguente indirizzo: www.eba.europa.eu. Questa interpretazione è poi entrata esplicitamente nella legislazione primaria dell'UE con il pacchetto di riforme del 2019 del CRR e della CRD. Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale [2019] GU L150/253. Questa direttiva ha inserito i nuovi artt. 104a e 104b nella CRD, rispettivamente sui requisiti e sugli orientamenti del secondo pilastro.

¹⁰⁷ Per un resoconto più ampio di questo caso, si veda P. GLASSERMAN, E. PEROTTI, (nt. 24), 319-320. Si veda anche P. BOLOGNA, A. MIGLIETTA, A. SEGURA, *Contagion in the CoCos Market? A Case Study of Two Stress Events*, in *Int. J. Central Banking*, 2020, 137.

successivo. Si è trattato della prima decisione di risoluzione adottata dal *Single Resolution Board (SRB)*, l'autorità appositamente istituita nel 2015¹⁰⁸. Lo schema di risoluzione predisposto dallo *SRB* e attuato dall'autorità nazionale di risoluzione spagnola (*Fondo de reestructuración ordenada bancaria – FROB*). Esso si fondava sulla cessione di *Banco Popular* a *Banco Santander* per la cifra simbolica di un euro, mediante lo strumento della «vendita di attività di impresa»¹⁰⁹. Nell'ambito dello schema di risoluzione furono svalutati *CoCos* per € 1,3 miliardi. In questo caso, i *CoCos* hanno effettivamente assorbito le perdite, non mediante i meccanismi di assorbimento in continuità aziendale previsti contrattualmente. Essi sono stati piuttosto svalutati per effetto di una decisione amministrativa dell'autorità di risoluzione, quando la banca era già considerata insolvente. La banca è dunque entrata in risoluzione prima che i *CoCos* potessero subire perdite in continuità, rendendoli di fatto inoperanti sotto il profilo prudenziale. Anche questo caso conferma la capacità predittiva del modello dinamico proposto: l'attivazione dei *CoCos* non avviene in una fase preventiva, ma solo quando la crisi è ormai degenerata in insolvenza conclamata.

4.3. Banca Monte dei Paschi di Siena – 2017

Il terzo esempio non concerne direttamente i *CoCos*, ma una forma di assorbimento delle perdite *quasi in continuità* da parte dei detentori di debito subordinato. Questo è il caso della Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS), che ha attraversato una prolungata fase di difficoltà finanziaria fin dalla crisi del 2008. Nel 2016, gli esiti di uno *stress test* evidenziarono un grave deterioramento del capitale, che la banca non fu in grado di colmare attraverso un aumento di capitale sul mercato¹¹⁰. Pertanto, nel dicembre 2016, MPS presentò domanda di *ricapitalizzazione precauzionale*, forma di sostegno finanziario pubblico straordinario prevista dalla Direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (*BRRD*). Tale strumento costituisce, di fatto, una richiesta di intervento pubblico finalizzato al salvataggio della banca da parte dello Stato. L'erogazione del sostegno rimane tuttavia subordinata all'approvazione della Commissione europea, ai sensi della disciplina sugli aiuti di Stato, e soggetta a specifiche condizioni *ex ante* ed *ex post*¹¹¹.

Nel luglio 2017, la ricapitalizzazione precauzionale fu approvata dalla Com-

¹⁰⁸ Per un ampio resoconto, si veda L.S. MORAIS, *Lessons from the First Resolution Experiences in the Context of Banking Recovery and Resolution Directive*, in *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, edito da M. Chiti, V. Santoro, London, Palgrave MacMillan, 2019, 371.

¹⁰⁹ Art. 38 BRRD.

¹¹⁰ EUROPEAN COMMISSION, *State Aid: Commission Authorises Precautionary Recapitalisation of Italian Bank Monte Dei Paschi Di Siena* (luglio, 2017), reperibile al seguente indirizzo: ec.europa.eu accessed 28 August 2023.

¹¹¹ Art. 32(4)(d)(iii) BRRD.

missione. L'ammanto di capitale, stimato in 6,3 miliardi di euro, fu coperto secondo lo schema approvato dalla Commissione: 2,1 miliardi a carico dello Stato e 4,2 miliardi mediante la svalutazione di obbligazioni subordinate. Non si trattava di *CoCos*, poiché MPS non ebbe la possibilità di emettere tali strumenti sul mercato, bensì di titoli subordinati classificati come capitale di classe due (*T2*). Il contributo privato fu determinante ai fini dell'approvazione dello schema da parte della Commissione europea, poiché la condivisione degli oneri tra settore pubblico e privato costituisce, dal 2013, un requisito essenziale per la concessione di aiuti di Stato alle banche¹¹².

Ai fini qua d'interesse, il caso offre tre spunti di riflessione. Anzitutto, pur in assenza di *CoCos*, si tratta di un caso in cui strumenti di capitale diversi dalle azioni ordinarie hanno effettivamente assorbito perdite in continuità aziendale. Tuttavia, ciò è avvenuto solo nel contesto di una sostanziale nazionalizzazione dell'istituto¹¹³. Inoltre, la ricapitalizzazione precauzionale intervenne quando la banca era già in una condizione prossima all'insolvenza, tanto che la decisione della BCE di considerarla ancora solvente fu oggetto di forte critica¹¹⁴. Ciò è coerente con gli incentivi dell'autorità di vigilanza a ritardare l'intervento, discussi nel paragrafo 3.3.2. Pertanto, l'intervento privato sotto forma di svalutazione delle obbligazioni non può essere qualificato come misura preventiva, ma unicamente come strumento funzionale a facilitare la nazionalizzazione dell'ente. Il caso MPS conferma, ancora una volta, la capacità predittiva del modello dinamico: l'assorbimento delle perdite avviene non in via preventiva, ma come reazione tardiva, funzionale a un intervento pubblico già in corso.

4.4. Banca del Pireo – 2020

La Banca del Pireo è la seconda banca greca per dimensioni¹¹⁵. Nel 2015 la Commissione europea approvò la richiesta di una ricapitalizzazione precauzionale per un importo di 2,72 miliardi di euro. L'aiuto fu erogato da *Hellenic Fund for Financial Stability (HFSF)*, con fondi messi a disposizione dallo *European Stabi-*

¹¹² EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission on the application, from 1 August 2013, of State aid rules to support measures in favour of banks in the context of the financial crisis ('Banking Communication')*. OJ C 216, 30 luglio 2013, pp. 1-15. Inoltre, lo Stato italiano ha fornito ulteriori 2,5 miliardi di euro per soddisfare tutti i requisiti patrimoniali e 2 miliardi di euro per compensare i sottoscrittori al dettaglio di azioni e debito subordinato.

¹¹³ E.D. MARTINO, A. PERINI, *Rescued Banks Back to the Market? The Theory, Practices and Future Perspectives of the EU Precautionary Recapitalization*, in *ECFR*, 2025, 267.

¹¹⁴ C. HADJIEMMANUIL, *Monte Dei Paschi: A Test for the European Policy Against Bank Bail-outs* (maggio 2017), Oxford Bus. L. Blog, reperibile al seguente indirizzo: www.law.ox.ac.uk.

¹¹⁵ EUROPEAN PARLIAMENT, *Precautionary Recapitalisations under the Bank Recovery and Resolution Directive: Conditionality and Case Practice* (Luglio 2017) Briefing PE 602.084, reperibile al seguente indirizzo www.europarl.europa.eu.

*lity Mechanism (ESM)*¹¹⁶. È significativo che la ricapitalizzazione sia avvenuta mediante l'emissione di azioni ordinarie solo per il 25% dell'importo complessivo. Il restante 75% è stato erogato sotto forma di *CoCos*. Il *design* di questo *CoCo* prevedeva due condizioni di conversione: (i) la discesa del *CET1* al di sotto del 7% delle *RWA* e (ii) il mancato pagamento della cedola per due volte consecutive. Quest'ultima condizione si verificò nel dicembre 2020, quando la Banca del Pireo omise il pagamento della cedola nel contesto della crisi pandemica da Covid-19¹¹⁷. Ciò comportò la prima conversione dei *CoCos* in Europa¹¹⁸.

Due elementi chiave emergono da questo caso: la natura del *trigger* e il (mancato) coinvolgimento di investitori privati. In primo luogo, il *trigger* contabile non ha comportato la conversione del *CoCo*, pur essendo fissato al 7% di *CET1/RWAs*. Ciò conferma l'incapacità del *trigger* contabile di operare come meccanismo di *enforcement* efficace, riducendo la verificabilità della condizione di attivazione e l'effettiva applicazione dei meccanismi di assorbimento delle perdite. In secondo luogo, l'unico vero caso di conversione di *CoCos* in continuità aziendale si è verificato nell'ambito di un più ampio schema di *bail-out*, in cui fondi pubblici sono stati convertiti da debito ibrido in azioni. Ciò suggerisce che la conversione dei *CoCos* sia tecnicamente possibile, soprattutto se assistita da *trigger* discrezionali. Ciò è tuttavia avvenuto soltanto nel peculiare caso in cui il detentore dei *CoCos* era un ente pubblico, sottolineando una volta di più la carica politica della questione e il persistente timore di innescare tensioni di mercato qualora le perdite fossero allocate a investitori privati. Il caso della Banca del Pireo conferma ulteriormente la capacità predittiva del modello dinamico: la conversione dei *CoCos* avviene solo in presenza di un *trigger* discrezionale e di un detentore pubblico. Ciò evidenzia la loro limitatissima efficacia preventiva nel quadro attuale.

4.5. Credit Suisse – 2023

Molto è stato scritto sui fatti che hanno condotto al dissesto di *Credit Suisse* e alla sua successiva fusione con *UBS*, operazione agevolata dalla *FINMA*¹¹⁹. Una retrospettiva completa di tutti gli aspetti legati a questo caso esula dall'ambito del

¹¹⁶ EUROPEAN COMMISSION, *State Aid: Commission Approves Aid for Piraeus Bank on the Basis of an Amended Restructuring Plan* (November 2015), reperibile al seguente indirizzo ec.europa.eu.

¹¹⁷ Cfr. PIRAEUS FINANCIAL HOLDING, *Announcement*. (November 2020), reperibile al seguente indirizzo www.piraeusholdings.gr.

¹¹⁸ Si è dunque verificato anche un cambiamento nel controllo della Banca del Pireo. L'*HFSF* è passato da una partecipazione del 26% a una del 61%, ottenendo una quota di controllo a seguito della conversione.

¹¹⁹ Per una discussione del caso, si veda E.D. MARTINO, T. VOS, (nt. 6); E.D. MARTINO, T. VOS, *The Bail-In of Credit Suisse CoCos: Why Principal Write-Down Made Sense* (dicembre 2023). The CLS Blue Sky Blog, reperibile al seguente indirizzo: clsbluesky.law.columbia.edu.

presente studio¹²⁰. È tuttavia importante punteggiare alcuni fatti essenziali, al fine di comprendere più a fondo le circostanze direttamente attinenti alla svalutazione dei *CoCos*.

Il 19 marzo 2023 *UBS Group AG* ha accettato di acquistare *Credit Suisse* per circa 3 miliardi di CHF. L'operazione è stata facilitata dalla *FINMA*, l'autorità svizzera di vigilanza sulle banche e sui mercati finanziari. Nell'ambito di questa costruzione, 17 miliardi di CHF di *CoCos* sono stati integralmente svalutati. La sequenza di eventi che ha condotto a tale esito ebbe inizio all'indomani del collasso di *Silicon Valley Bank*. Il 14 marzo, nel corso di un'intervista, il presidente della *Saudi National Bank* – uno dei principali azionisti di *Credit Suisse* – escluse la possibilità di fornire nuovo capitale, alimentando le preoccupazioni degli investitori circa la tenuta dell'istituto¹²¹. Il 15 marzo, in una dichiarazione congiunta, la banca centrale svizzera (*SNB*) e l'Autorità svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (*FINMA*) dichiararono che la banca fosse solvente. La *SNB* si impegnò inoltre a fornire, se necessario, assistenza in termini di liquidità¹²². Il giorno successivo, il 16 marzo, il Consiglio federale svizzero emanò un'ordinanza d'emergenza che autorizzava la *SNB* a fornire liquidità senza la necessità delle garanzie previste dalla legge ordinaria¹²³. Il 19 marzo, poche ore prima dell'annuncio dell'operazione di fusione, il *Bundesrat* modificò l'ordinanza precedente¹²⁴. La modifica, tra l'altro, autorizzava la *FINMA* a intervenire sugli strumenti *ATI* nel contesto di una fusione tra banche di rilevanza sistemica, qualora l'operazione fosse assistita da una garanzia federale. Tale intervento normativo ha avuto un ruolo decisivo nell'interazione tra le clausole contrattuali dei *CoCos* e i poteri di intervento della *FINMA*.

La decisione ha sollevato molte critiche e non poca confusione tra gli studiosi¹²⁵. Alcuni aspetti meritano un breve approfondimento. Innanzitutto, *Credit*

¹²⁰ Per un'eccellente ricostruzione dei fatti, si veda S. GRÜNEWALD, *The Handling of the Credit Suisse Failure in Light of the FSB's Key Attributes for Global Systemically Important Banks*, in *EBOR*, 2025, 67.

¹²¹ Y. GAMAL EL-DIN, D. HALFTERMEYER, *Credit Suisse Reels After Top Shareholder Rules Out Raising Stake* (15 marzo 2023) Bloomberg, reperibile al seguente indirizzo: www.bloomberg.com.

¹²² *FINMA, SWISS NATIONAL BANK, FINMA and the SNB Issue Statement on Market Uncertainty* (March 2023). Reperibile al seguente indirizzo: www.finma.ch.

¹²³ *BUNDESRAT, Ordinance on additional liquidity assistance loans and the granting of federal default guarantees for liquidity assistance loans from the Swiss National Bank to systemically important banks* (March 2023) Reperibile al seguente indirizzo www.news.admin.ch.

¹²⁴ *BUNDESRAT, Amendment to Ordinance on Additional Liquidity Assistance Loans and the Granting of Federal Default Guarantees for Liquidity Assistance Loans from the Swiss National Bank to Systemically Important Banks* (March 2023). Reperibile al seguente indirizzo: www.news.admin.ch.

¹²⁵ Per un resoconto di tutte queste confusioni e incomprensioni, si veda J. PAZ VALBUENA, H. EIDENMUELLER (nt. 9). Per una critica approfondita di questo ricordo, si veda E. PEROTTI, *The Swiss Authorities Enforced a Legitimate Going Concern Conversion* (Marzo 2023) *VoXEU Column*, reperibile al seguente indirizzo: cepr.org.

Suisse non è mai stata dichiarata insolvente; di conseguenza, non trovano applicazione le norme fallimentari, in particolare il principio *pari passu*. Questo punto è di fatto confermato dalla pronuncia del tribunale amministrativo svizzero di cui si parlerà tra poco. La svalutazione dei *CoCos* è avvenuta in regime di continuità aziendale, quando *Credit Suisse* era ancora legalmente considerato solvente dalle autorità competenti, come attestato nella dichiarazione congiunta del 15 marzo.

L'analisi deve quindi concentrarsi sul *design* del *trigger* e sul rischio legale derivante dalla decisione di *FINMA*. I prospetti informativi dei vari *CoCos* svalutati da *FINMA* contenevano tutti una clausola che prevedeva la possibilità di una completa svalutazione dello strumento, in luogo della conversione in azioni ordinarie. Tali prospetti prevedevano due eventi di attivazione alternativi. In primo luogo, un *trigger* contabile generalmente fissato al 7% del *CET1/RWA*. In secondo luogo, un *trigger* discrezionale. In base a quest'ultimo, l'autorità di vigilanza può imporre perdite sullo strumento – in questo caso nella forma della completa svalutazione – qualora ciò risulti necessario per garantire l'adeguatezza patrimoniale dell'emittente in presenza di un sostegno pubblico straordinario volto a prevenirne l'insolvenza¹²⁶. Tale *trigger* discrezionale è previsto come clausola contrattuale in tutti i *CoCos*, in virtù dei requisiti specifici stabiliti dall'ordinamento svizzero per la loro qualificazione come strumenti *ATI*. Tuttavia, la clausola è formulata dalle banche emittenti in modo ambiguo e complesso¹²⁷. Il Consiglio federale sembra aver riconosciuto tale ambiguità come un limite al tempestivo intervento della *FINMA*. Per evitare ulteriori ritardi ed incertezze, nell'emendamento all'ordinanza di urgenza del 19 marzo 2023, è stato introdotto l'art. 5a che conferisce esplicitamente alla *FINMA* il potere di svalutare i *CoCos ATI* nel caso di specie¹²⁸.

La decisione di svalutare i *CoCos* per agevolare la fusione con *UBS* ha avuto come risultato finale la concentrazione dell'intero sistema bancario svizzero in un unico conglomerato finanziario. Tuttavia, la decisione appare motivata, almeno in parte, dalla volontà politica di non cedere la banca a proprietari stranieri, mantenendo gli *asset* in Svizzera¹²⁹.

¹²⁶ Si veda, ad esempio: CREDIT SUISSE, *CHF 200.000.000 3,875 per cent perpetual tier 1 contingent write-down capital notes*, 10-1, reperibile al seguente indirizzo: www.kccllc.net.

¹²⁷ FINMA, *FINMA provides information about the basis for writing down ATI capital instruments* (marzo 2023), reperibile al seguente indirizzo www.finma.ch.

¹²⁸ BUNDESRAT, *Amendment to Ordinance on Additional Liquidity Assistance Loans and the Granting of Federal Default Guarantees for Liquidity Assistance Loans from the Swiss National Bank to Systemically Important Banks* (marzo 2023), reperibile al seguente indirizzo www.news.admin.ch. *FINMA* ha annunciato che la sua decisione di svalutare i *CoCos ATI* di *Credit Suisse* si basava anche sui poteri previsti dal decreto di emergenza, cfr. FINMA, *FINMA provides information about the basis for writing down ATI capital instruments* (marzo 2023), reperibile al seguente indirizzo: www.finma.ch. Questo aspetto è strettamente legato al rischio legale derivante dalla decisione di svalutazione.

¹²⁹ In questo contesto politico, alcuni aspetti pragmatici legati ai detentori di *CoCos* possono aver influenzato la decisione di svalutare. Non sono disponibili al pubblico dati completi sui deten-

Il caso offre tre spunti fondamentali per una comprensione dinamica dei *CoCos* e del loro ciclo di vita. In primo luogo, l'interazione tra le "regole del gioco" e l'autonomia contrattuale delle parti ha reso complesso l'intervento di *FINMA*, tanto da richiedere un intervento d'urgenza del legislatore per chiarire *ex post* la cornice normativa. In secondo luogo, *FINMA* ha dovuto avvalersi del sostegno formale del Consiglio federale per attenuare il rischio legale connesso alla decisione di svalutare i *CoCos*. Tale aspetto è peraltro cruciale nella decisione del tribunale federale svizzero di annullare la svalutazione dei *CoCos*, come si vedrà in maggior dettaglio tra poco. Infine, gli incentivi a ritardare o evitare ogni intervento dell'autorità di vigilanza hanno giocato ancora una volta un ruolo notevole. Come più volte ricordato, *Credit Suisse* rappresenta il primo caso di assorbimento di perdite in continuità aziendale da parte di investitori privati in *CoCos*. Tuttavia, l'analisi condotta in questo paragrafo mostra come la decisione di imputare le perdite ai detentori di *CoCos* sia giunta solo dopo anni di ritardi e di astensione da parte dell'autorità di vigilanza.

4.5.1. *L'annullamento della decisione sulla svalutazione dei CoCos – 2025*

Come più volte già ricordato, il Tribunale amministrativo federale svizzero, con pronuncia del 1° ottobre 2025, ha annullato in prima istanza la svalutazione dei *CoCos* disposta da *FINMA* nel marzo 2023¹³⁰. Tale decisione è già stata impugnata da *FINMA* presso la Corte Suprema federale svizzera.

Il Tribunale ha ritenuto che la clausola di attivazione discrezionale contenuta nei prospetti dei *CoCos* non fosse stata validamente integrata, poiché le condizioni previste contrattualmente per la svalutazione non si erano materializzate. In particolare, ha considerato che l'assistenza di liquidità concessa dalla Banca nazionale svizzera non costituisca un «sostegno pubblico straordinario» ai sensi della formulazione dei *trigger* discrezionale operata da *Credit Suisse* nei prospetti informativi. Inoltre, la Corte ha ritenuto che *FINMA* non avesse ulteriori poteri autoritativi che le consentissero di svalutare i *CoCos* al di là di quelli attribuite

tori di *CoCos* di *Credit Suisse*. Ciononostante, è emerso aneddoticamente che la decisione di svalutazione ha colpito soprattutto i fondi sovrani esteri e gli *hedge fund*. E. PRINGLE, *One of America's Biggest Investment Managers Lost \$340 Million in the Surprise Credit Suisse Bond Write-Off* (marzo 2023), reperibile al seguente indirizzo: [fortune.com](https://www.fortune.com). Sul ruolo cruciale delle controparti dei creditori *bail-inable*, cfr. E. D. MARTINO, *Towards an Optimal Composition of Bail-Inable Debtholders?*, in *JCLS*, 2021, 321. Inoltre, una quota considerevole di *CoCos* era detenuta dai dipendenti di alto livello del *Credit Suisse*, poiché la banca pagava parte della loro retribuzione variabile con strumenti *ATI* come forma di remunerazione compatibile con gli incentivi. R. HART, *Credit Suisse Workers Gear Up To Sue Swiss Regulator Over \$400 Million In Lost Bonuses, Report Says* (maggio 2023) *Forbes*, reperibile al seguente indirizzo: www.forbes.com. Sull'opportunità di remunerare in parte i *risk-takers* delle banche con i *CoCos*, si veda E.D. MARTINO, *Fine-Tuning Bank Governance and Resolution: The Case for Remunerating Bankers through Bail-Inable Debt*, in *EBLR*, 2020, 845.

¹³⁰ Bundesverwaltungsgericht, 1 ottobre 2025, n B-2334/2023.

dal contratto, ivi inclusi i poteri conferiti dall'ordinanza di emergenza del 19 marzo 2023, più volte richiamata. Dunque, la corte ha ritenuto che la decisione di *FINMA* non avesse solida base legale e che si configurasse, di conseguenza, come un'illegitima espropriazione¹³¹.

Ciò che rileva ai fini di questo studio è che la Corte non mette assolutamente in discussione la configurabilità teorica di una svalutazione in continuità aziendale senza preventiva svalutazione totale degli azionisti. Al contrario, ciò che si evince dal ragionamento della corte è che la svalutazione tramite *trigger* discrezionale sarebbe risultata completamente legittima, se solo il *trigger* fosse stato integrato. Su questo punto, la Corte avanza un argomento fondamentale ai fini della presente analisi: il *design* contrattuale del *trigger* discrezionale risulta indubbiamente contrario ai dettami della normativa primaria svizzera in tema di capitale bancario *ATI*, rendendo di fatto l'applicazione del *trigger* molto più complessa¹³². Tuttavia, prosegue l'argomento della Corte, gli investitori hanno fatto affidamento sulla formulazione contrattuale e, dunque, il contratto deve interpretarsi nel senso di tale affidamento, senza essere integrato dalla normativa primaria più restrittiva¹³³.

Di fatto, ciò che la corte conclude è che la svalutazione in continuità aziendale dei *CoCos* con antergazione rispetto agli azionisti può essere legittima se il potere è contrattualmente attribuito a *FINMA*. Tuttavia, la formulazione del *trigger* discrezionale è interpretata secondo il convincimento delle parti, senza che rilevi in alcun modo la normativa primaria inderogabile in materia di adeguatezza patrimoniale. Questa impostazione risulta non solo discutibile sul piano giuridico – ma problematica sul piano sistematico – poiché il diritto prudenziale dovrebbe imporre limiti inderogabili per la redazione dei prospetti *ATI*. Tale impostazione mina la coerenza dell'intero sistema di vigilanza. Attribuendo forza vincolante a una clausola formulata *contra legem* solo in ragione di una mancata obiezione di *FINMA* al momento dell'emissione, il giudice trasforma un difetto di conformità regolamentare in una barriera all'intervento dell'autorità, svuotando, di fatto, la capacità dello strumento di assolvere alla propria funzione prudenziale.

Nonostante l'illogicità della conclusione, l'argomentazione della Corte conferma appieno la validità predittiva del modello dinamico proposto in questo scritto. La vicenda *Credit Suisse* funge da rappresentazione plastica di come le interazioni tra le “regole del gioco” fissate dal legislatore (t_0), il *design* contrattuale opportunistico definito dall'emittente (t_1) e la difficoltà di *enforcement* da parte

¹³¹ *Ivi*, par. 8.

¹³² *Ivi*, par. 5.4. In riferimento alla normativa primaria si veda l'art. 29(2) dell'ordinanza sull'adeguatezza patrimoniale secondo cui il *trigger* discrezionale dovrebbe autorizzare *FINMA* a convertire o svalutare lo strumento (a) prima di ogni ricorso al support finanziario pubblico, e (b) ai fini di evitare l'insolvenza.

¹³³ *Ivi*, par. 5.3.4.

dell'autorità (t_3) creino una sequenza che conduce all'inazione regolatoria e, infine, alla crisi. Se la clausola fosse stata chiara e conforme al quadro normativo, quindi con un basso livello di discrezionalità da parte dell'emittente, *FINMA* avrebbe potuto agire con adeguata base legale e in maniera preventiva, anche in assenza degli ulteriori poteri conferiti dall'ordinanza di emergenza del 19 marzo 2023, che si sono poi rivelati un *boomerang* giuridico. Il fatto che il giudice riconosca tale incoerenza, ma la utilizzi per invalidare l'intervento di vigilanza è ulteriore conferma delle interazioni strategiche fra banche emittenti, investitori e autorità di vigilanza che, di fatto, svuotano i poteri prudenziali di quest'ultima.

5. Il futuro possibile

5.1. Un approccio dinamico alla regolamentazione prudenziale

Fino a questo punto, l'analisi si è concentrata sulla natura dei *CoCos*, sul loro ruolo prudenziale nel settore bancario e sui motivi per cui tale ruolo non viene svolto con successo. L'analisi si è basata su un modello dinamico che guarda al ciclo di vita dello strumento, spostando l'attenzione dal momento della crisi conclamata a quello del *design* contrattuale e delle sue interazioni con la legislazione primaria¹³⁴. Ciò ha consentito di mostrare come l'inefficacia dei *CoCos* al momento della crisi non dipenda da una radicale inidoneità a svolgere la loro funzione, bensì alle interazioni strategiche tra la banca emittente e l'autorità di vigilanza da un lato, e i requisiti della normativa primaria in materia di capitale e risoluzione, nonché il *design* contrattuale dello strumento, dall'altro. In particolare, tali interazioni si traducono in un ritardo dell'intervento e un progressivo deterioramento che sfocia nell'insolvenza. Ragionando a ritroso, ciò incentiva le banche emittenti a definire la struttura contrattuale dei *CoCos* – in particolare del *trigger* – in modo da rendere poco praticabile un intervento precoce.

Sulla base dello stesso modello dinamico, si passa ora all'analisi *de jure condendo*, proponendo soluzioni volte a rendere i *CoCos* effettivamente in grado di svolgere la loro funzione prudenziale di assorbimento delle perdite in continuità aziendale. Ciò è fondamentale per consentire alla regolamentazione e alla vigilanza prudenziale di fare affidamento su strumenti capaci di affrontare le fragilità delle banche proprio nel momento in cui tali strumenti risultano più necessari, ossia quando la crisi inizia a manifestarsi.

Innanzitutto, è opportuno sottolineare come un approccio dinamico sia essenziale non solo per una riflessione su come riformare i *CoCos ATI*, ma, più in ge-

¹³⁴ Questo è alla base delle diverse conclusioni che abbiamo raggiunto rispetto a A.H. CHOI, J. Y. ZHANG (nt. 11).

nerale, per qualsiasi riflessione sugli strumenti di risanamento bancario. Nel più specifico caso in analisi, un funzionamento più efficace dei *CoCos* potrebbe favorire il risanamento precoce delle banche in difficoltà, evitando, come avviene di regola, l'aggravarsi del dissesto¹³⁵.

Ne consegue che l'obiettivo fondamentale sia quello di rendere possibile l'utilizzo dei *CoCos*, ossia fornire all'autorità di vigilanza uno strumento in grado di assorbire perdite in continuità aziendale, sia per facilitare il risanamento, sia per ridurre l'assunzione di rischio eccessivo nei periodi di congiuntura favorevole. Un simile strumento dovrebbe avere tre caratteristiche fondamentali¹³⁶:

- 1) l'assorbimento delle perdite nella continuità aziendale deve essere credibile;
- 2) l'assorbimento delle perdite nella continuità aziendale deve essere prevedibile;
- 3) il momento di attivazione dei *trigger* deve restare significativamente distinto da quello dell'insolvenza.

Queste caratteristiche hanno un tratto comune: sono tutte legate all'attivazione del meccanismo di conversione/svalutazione. È dunque fondamentale intervenire sulle regole relative al *trigger*, al fine di riallineare gli incentivi dei diversi attori rilevanti. In particolare, ciò implica di: ridurre la probabilità che l'autorità di vigilanza ritardi o eviti di intervenire; ricalibrare gli incentivi al rischio della banca in condizioni di normalità operativa; e limitare gli elementi strategici nel *design* delle clausole contrattuali dei *CoCos*.

5.2. Il problema del 'giusto' trigger

L'individuazione del giusto *trigger* passa necessariamente dall'individuazione di segnali precoci di dissesto che legittimino l'assorbimento preventivo delle perdite da parte dei *CoCos*. Tuttavia, la corretta identificazione di tali segnali precoci del dissesto rappresenta una sorta di *Sacro Graal* per qualsiasi regolatore e studioso del settore: la loro stessa esistenza è dubbia e, in ogni caso, la loro individuazione empirica rimane elusiva¹³⁷. È dunque necessario adottare un approccio pragmatico, volto a identificare un insieme di segnali che possano far funzionare efficacemente i *CoCos*, basandosi induttivamente sui pochi casi in cui i *CoCos* hanno effettivamente assorbito perdite in continuità aziendale.

¹³⁵ E.D. MARTINO, E. PEROTTI, (n 26).

¹³⁶ Cfr. per una visione simile, C.W. CALOMIRIS, R.J. HERRING, (nt. 18), 44-45.

¹³⁷ Tra i tanti, si veda P. BONGINI, L. LAEVEN, G. MAJNONI, *How Good Is the Market at Assessing Bank Fragility? A Horse Race between Different Indicators*, in *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, 2002, 159; MIKHAIL VOET et al., *SAFE: An Early Warning System for Systemic Banking Risk*, in *J. Banking & Fin.*, 2013, 4510; F. BETZ et al., *Predicting Distress in European Banks*, in *J. Banking & Fin.*, 2014, 225.

La prima osservazione in questo senso è che i *CoCos* hanno assorbito le perdite nella continuità aziendale solo nei casi in cui un *trigger* discrezionale abbia integrato quello contabile¹³⁸. Pertanto, è necessario introdurre *trigger* discrezionali basati su diversi indicatori qualitativi e quantitativi che complementino e affianchino l'attuale *trigger* contabile. Nei paragrafi successivi, il *design* ottimale di questi *trigger* viene analizzato nel dettaglio.

5.2.1. *Trigger meccanici*

Si consideri innanzitutto il *trigger* meccanico basato sul valore contabile del patrimonio netto. Determinare quantitativamente tale soglia non è un compito facile. Tuttavia, un *trigger* inferiore al 10% non può essere considerato credibile e, di conseguenza, uno strumento che lo preveda non dovrebbe qualificarsi come strumento *ATI*¹³⁹. La soglia del 10% risulta appena sufficiente a evitare interazioni problematiche tra le regole di risoluzione e gli altri requisiti patrimoniali. Un *trigger* contabile elevato ha il vantaggio di rappresentare una metrica semplice che consenta agli investitori di valutare la rischiosità dei *CoCos*. A tale *trigger* contabile, basato sul capitale ponderato per il rischio, potrebbe affiancarsi un ulteriore *trigger* basato su un requisito di leva non ponderato per il rischio.

Inoltre, la normativa primaria dovrebbe attribuire all'autorità di vigilanza il potere – sulla base delle proprie attività di revisione e valutazione – di richiedere una soglia ancora più elevata, qualora ciò si rendesse necessario. Ciò consentirebbe all'autorità di vigilanza di esercitare la propria discrezionalità e di adottare decisioni *ad hoc* volte a garantire l'operatività del *trigger*. Nel contesto del modello dinamico discusso in precedenza, ciò equivarrebbe ad anticipare l'esercizio della discrezionalità dell'autorità di vigilanza al momento del *design* contrattuale dei *CoCos*, quando gli incentivi ad evitare l'intervento sono minori, poiché le preoccupazioni circa possibili reazioni avverse del mercato sono più contenute.

Tuttavia, è ancora improbabile che i *CoCos* vengano attivati sulla base di bilanci certificati in cui il *CET1 ratio* scende al di sotto del *trigger*. Ad esempio, l'ultimo *CET1 ratio* certificato e comunicato al mercato da *Credit Suisse* era del 14,1%¹⁴⁰. Questo problema è in qualche modo attenuato dalla prassi contrattuale di mercato, che conferisce alle autorità di vigilanza il potere di richiedere alla

¹³⁸ Si veda *supra*, parr. 4.4. e 4.5.

¹³⁹ Questa cifra indicativa può essere ricavata come segue: 4,5% è il requisito minimo di CET1; 2,2% di CET1 è il requisito medio del secondo pilastro per le banche sottoposte a vigilanza SSM; 2,5% di CET1 è il requisito minimo combinato di buffer applicabile a tutte le banche in ogni momento. Tale requisito è costituito unicamente dal "buffer di conservazione del capitale", nell'ipotesi che non siano applicabili altri buffer specifici per le banche o macroprudenziali. Anche con questa stima, il requisito CET1 ammonta al 9,2% delle attività ponderate per il rischio.

¹⁴⁰ CREDIT SUISSE GROUP AG, *Annual Report 2022* (marzo 2023), 2, reperibile al seguente indirizzo: www.credit-suisse.com.

banca di redigere una relazione intermedia per ricalcolare il *CET1 ratio* utilizzato per verificare se il *trigger* contabile risulti soddisfatto¹⁴¹. Ciononostante, questa metrica rimane un indicatore inadeguato della stabilità finanziaria delle banche. Pertanto, un *trigger* contabile più elevato rimarrebbe inefficace se non fosse affiancato da un ulteriore *trigger* discrezionale.

5.2.2. *Trigger discrezionali*

I casi discussi nel paragrafo 4 hanno evidenziato come l'assorbimento delle perdite in continuità aziendale risulta sempre strettamente legato all'esistenza di un *trigger* discrezionale. Benché discrezione, tale *trigger* deve comunque garantire un certo livello di certezza giuridica. Questo è fondamentale per le autorità di vigilanza al fine di limitare il rischio che le loro decisioni vengano impugnate con successo in sede giudiziaria. L'aumento del rischio legale è infatti strettamente connesso agli incentivi delle autorità a ritardare o evitare l'intervento. La certezza del diritto è fondamentale anche per gli investitori, che possono così valutare con maggiore accuratezza il rischio dei *CoCos*.

Un *trigger* discrezionale può basarsi su criteri quantitativi o qualitativi; possono includersi anche indicatori di mercato e gli esiti degli *stress test*¹⁴². Dal punto di vista pratico, la scelta di *trigger* basati esclusivamente su indicatori di mercato per i *CoCos ATI* non sembra plausibile. In primo luogo, solo le banche più grandi ne sono dotati. In secondo luogo, i prezzi di mercato possono essere manipolati, soprattutto nel momento in cui la crisi inizia ad aggravarsi, ossia proprio quando diventano necessarie misure di risanamento¹⁴³. Infine, tra tutti gli indicatori di mercato, come il prezzo delle azioni, il *price-to-book ratio*, il *CDS spread* e così via, non è affatto evidente quale sia l'indicatore più idoneo, né quale sia la soglia appropriata per far scattare l'allarme. Tuttavia, è innegabile che gli indicatori di mercato forniscano informazioni preziose che non dovrebbero essere del tutto trascurate¹⁴⁴.

Tra gli indicatori qualitativi, si può pensare al ricorso a misure di *emergency liquidity assistance*¹⁴⁵; alla necessità della banca di saltare più di una cedola sui

¹⁴¹ Tale caratteristica è essenziale per garantire la possibilità di soddisfare il requisito contabile prima dell'insolvenza e dovrebbe pertanto essere un requisito legale per il computo dei *CoCos* come capitale *ATI*.

¹⁴² L'auspicabilità di indicatori di mercato per i *CoCos* e per la regolamentazione prudenziale in generale è stata a lungo e ampiamente discussa. Si veda H.S. SHIN (nt. 28).

¹⁴³ Per un'argomentazione parallela, che sostiene che i *trigger* basati sul mercato sono più efficaci per le banche molto lontane dall'insolvenza, si veda M.J. FLANNERY (nt. 14), 231.

¹⁴⁴ Per un *design* simile, in cui gli indicatori di mercato consentono di intervenire a livello di vigilanza, si veda O. HART, L. ZINGALES, *A New Capital Regulation for Large Financial Institutions*, in *American L. and Econ. Rev.*, 2011, 453.

¹⁴⁵ Come nel caso del *Credit Suisse*, si veda il par. 4.5.

*CoCos*¹⁴⁶; o all'utilizzo dei poteri di intervento precoce codificati nella BRRD – soprattutto quando si riscontrino gravi carenze di gestione o un modello di *business* non sostenibile¹⁴⁷.

A prescindere da quale possa essere il *trigger* discrezionale ottimale, è evidente che la struttura del *trigger* discrezionale dei *CoCos* emessi da *Credit Suisse* non rappresenti un modello da seguire. Esso, infatti, non conferisce in maniera chiara ed univoca all'autorità di vigilanza il potere di intervenire preventivamente in continuità aziendale. Inoltre, tale *trigger* discrezionale manca di certezza giuridica. Infatti, esso non è stato in grado di attribuire a *FINMA* una base giuridica sufficiente per agire in via preventiva, rendendo necessaria un'ordinanza di emergenza per chiarire i poteri dell'autorità di vigilanza – intervento che si è poi rivelato un'arma a doppio taglio alla luce della pronuncia del tribunale amministrativo di prima istanza.

Per limitare questo problema, appare necessaria una revisione dei requisiti normativi per la qualificazione di uno strumento come *CoCo ATI*. All'autorità di vigilanza dovrebbe essere richiesto di effettuare un'attenta verifica *ex ante*, prima dell'emissione, volta ad accertare se la combinazione del *trigger* contabile e del *trigger* discrezionale assicuri una credibile attivazione dei *CoCos* in condizioni di continuità aziendale. Solo gli strumenti i cui *trigger* consentano in modo credibile la conversione in continuità aziendale dovrebbero essere qualificati come *ATI*. Come nel caso dei *trigger* contabili, l'obiettivo è anticipare l'esercizio della discrezionalità dell'autorità di vigilanza in una fase in cui gli incentivi a ritardare l'intervento risultino minimi.

6. Osservazioni conclusive

I *CoCos* sono strumenti patrimoniali ibridi emessi da istituti bancari a fini prudenziali, con l'obiettivo principale di consentire il pronto risanamento dell'emittente in caso di crisi incipiente. Il presente scritto ha analizzato le carenze dell'attuale quadro normativo adottando un approccio dinamico al ciclo di vita dello strumento. Ciò ha consentito di analizzare in modo specifico le interazioni strategiche tra i requisiti normativi, il *design* contrattuale dello strumento e gli incentivi dell'autorità di vigilanza.

Sulla base di tale analisi, il contributo propone alcune riforme del quadro normativo europeo volte a rendere i *CoCos* più efficaci. In particolare, le riforme dovrebbero concentrarsi su una migliore regolamentazione del *trigger*, tenendo conto delle interazioni sia con gli incentivi strategici della banca emittente nel mo-

¹⁴⁶ Come nel caso della Banca del Pireo, si veda il Paragrafo 4.4.

¹⁴⁷ Si vedano gli Articoli 27-30 BRRD.

mento del *design* dello strumento, sia con i potenziali incentivi dell'autorità di vigilanza a ritardare o evitare l'intervento al manifestarsi del deterioramento della situazione patrimoniale della banca. Inoltre, un regime giuridico volto a rendere i *CoCos* efficaci dovrebbe ridurre al minimo le interazioni con il regime di risoluzione applicabile alle banche in dissesto conclamato, garantendo che il *trigger* resti chiaramente distinto dal momento della dichiarazione d'insolvenza.

Appendice

In questa appendice vengono forniti alcuni dati statistici che descrivono le caratteristiche dei *CoCos* inclusi nel database *Bloomberg* ed emessi da banche europee tra marzo 2010 e giugno 2023. Ne risulta un campione di 264 *CoCos*, emessi da 88 diverse banche con sede in 14 diversi Paesi dell'unione.

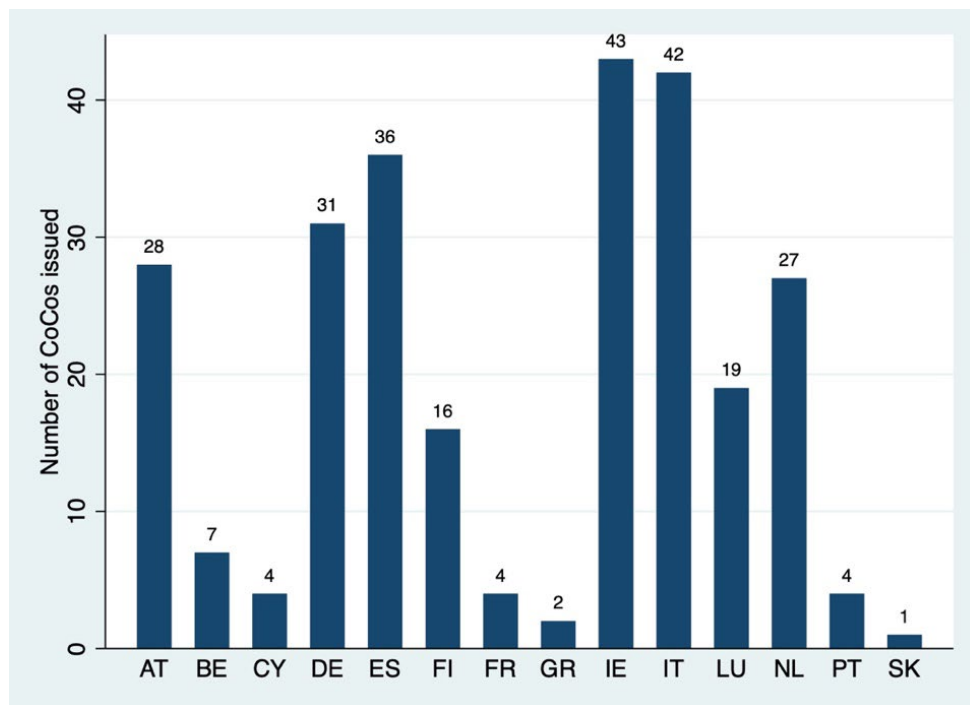


Figura 4 – *CoCos* emessi per Paese

La Figura 4 mostra il numero di *CoCos* emessi in ciascun Paese. Le emissioni di *CoCos* sembrano differire in modo significativo da un Paese all'altro, e non necessariamente in correlazione con le dimensioni del settore finanziario di un Paese. Ad esempio, si osservano solo 4 emissioni di *CoCo* da parte di banche francesi e 42 da parte di banche italiane.

La Figura 5 documenta le emissioni di *CoCos* per anno. Le emissioni di *CoCos* nell'UE sono aumentate nel 2013, dopo l'adozione del CRR – in base al quale i *CoCos* possono essere utilizzati per soddisfare i requisiti di capitale di classe 1. Nel 2022 si osserva un forte calo delle emissioni di *CoCos*.

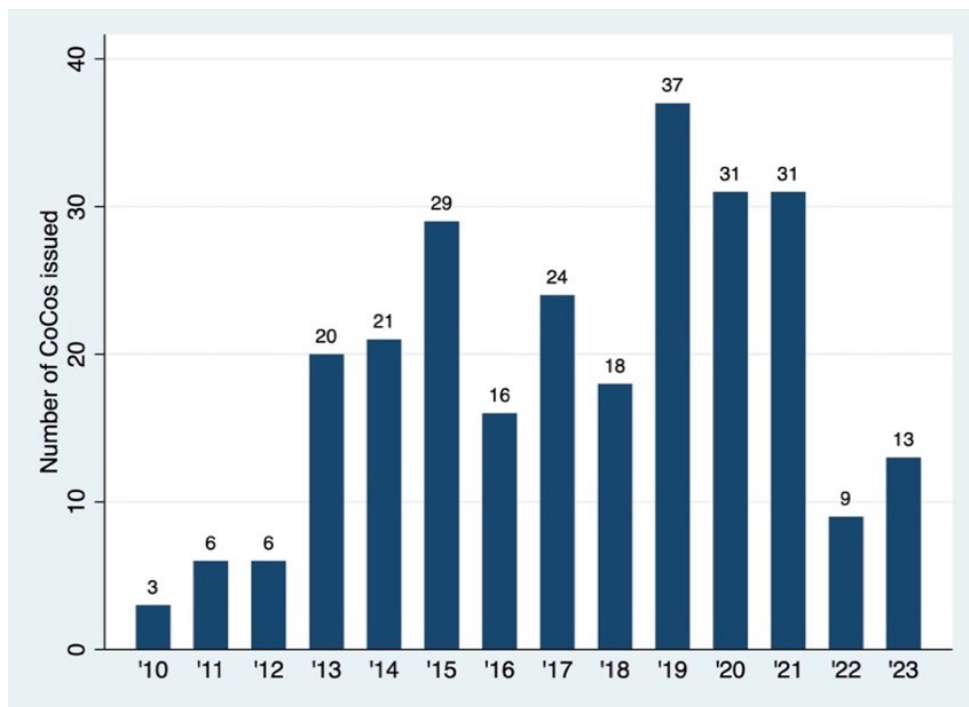


Figura 5 – *CoCos* emessi per anno di emissione

La Figura 6 mostra la percentuale di *CoCos* *ATI* rispetto a quelli *T2*: quasi l'80% dei *CoCos* sono qualificati come *ATI*.¹⁴⁸

¹⁴⁸ Per una piccola percentuale di *CoCos* (quasi il 7%), Bloomberg non dispone di informazioni sulla qualifica di *CoCo* *AT1* o *T2*.

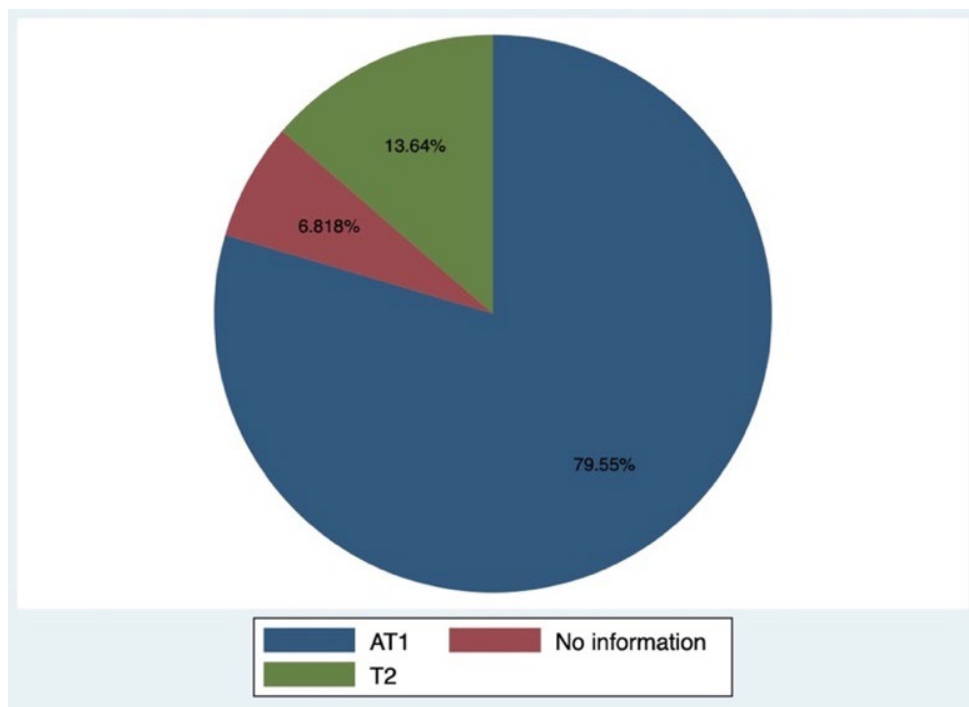


Figura 6 – Percentuale di *CoCos* AT1 e T2

La Figura 7 mostra che la maggior parte delle emissioni di *CoCo* (60%) ha un *trigger* meccanico fissato esattamente al minimo regolamentare – 5,125% CET1/RWA. Altri hanno il *trigger* fissato a un livello più alto, di solito il 7%. Una piccola parte dei *CoCos* emessi (13%) ha un *trigger* inferiore al minimo regolamentare per i *CoCos* AT1. Si tratta quindi di *CoCos* T2.

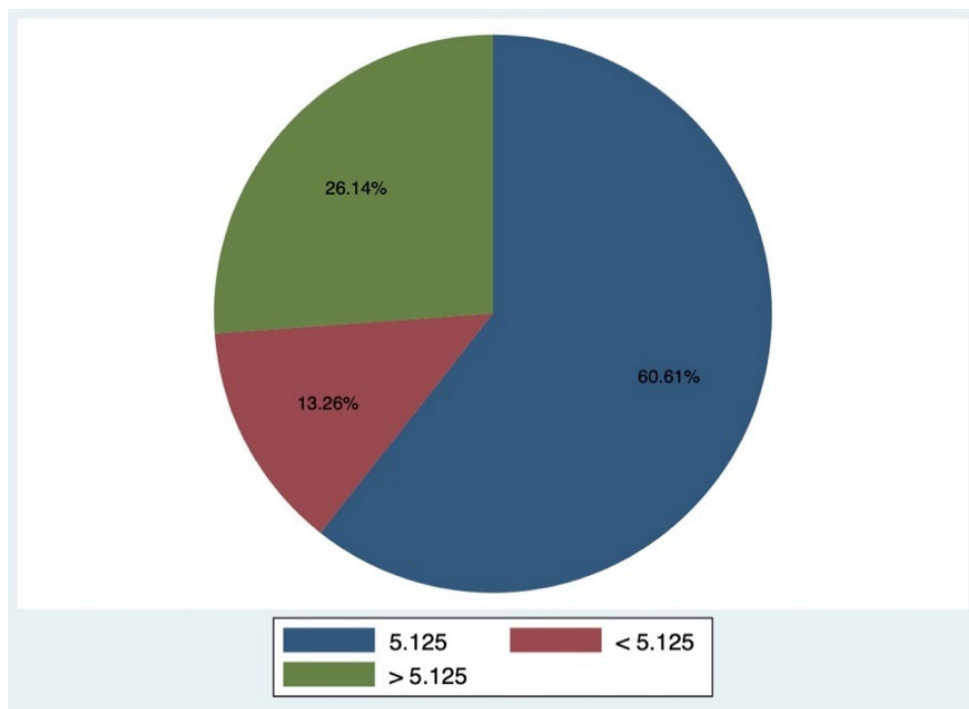


Figura 7 – Trigger meccanici dei *CoCos*

La Figura 8 mostra i diversi tipi di meccanismo di assorbimento delle perdite. Il tipo più comune è del tipo a svalutazione. Esistono diverse varianti. I *CoCos* a svalutazione permanente (circa il 17% del totale) sono completamente svalutati al momento dell'attivazione.

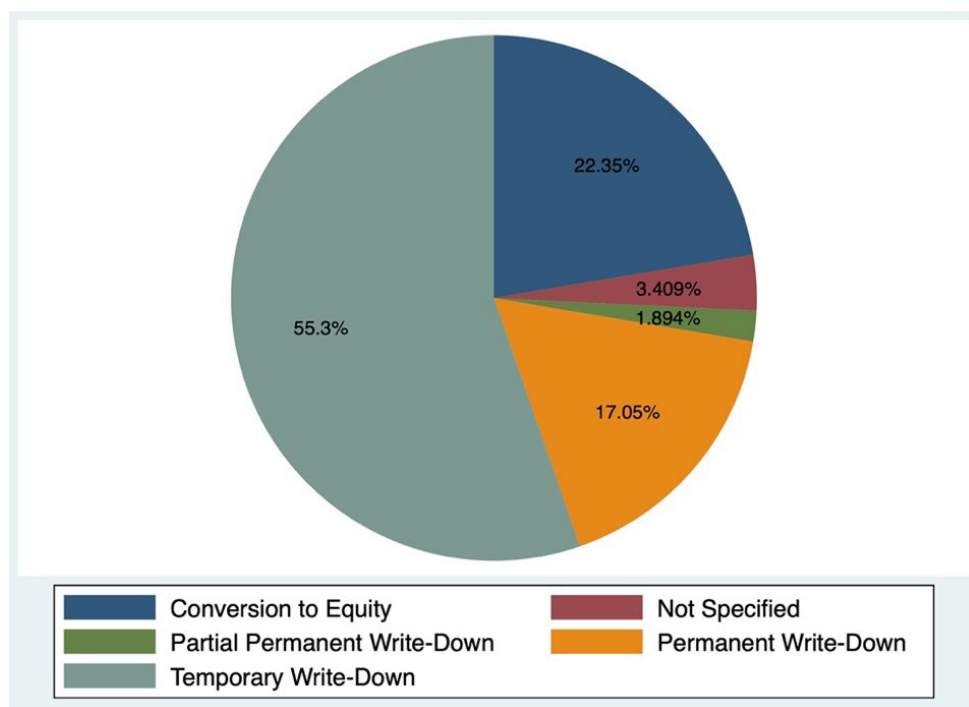


Figura 8 – Meccanismo di conversione dei *CoCos*

In alcuni casi, la svalutazione è solo parziale al momento dell’attivazione dello strumento, nel qual caso i detentori ricevono comunque un pagamento in contanti dalla banca al momento dell’attivazione dello strumento, ma questo è un caso molto raro (solo 5 *CoCos* nel campione, meno del 2%)¹⁴⁹. La variante di svalutazione temporanea del capitale è ampiamente utilizzata (oltre il 55% dei *CoCos*). Gli strumenti non vengono completamente svalutati al momento dell’attivazione; al contrario, i *CoCos* vengono svalutati con l’importo necessario a riportare il coefficiente patrimoniale al livello di attivazione dei *CoCos*, o con un importo che riduce il capitale dei *CoCos* a un centesimo, a seconda di quale sia il valore più basso. Se in seguito la banca si riprende e torna a essere redditizia, può decidere a sua discrezione di ripristinare (parzialmente) il capitale dei *CoCos*¹⁵⁰. Sebbene

¹⁴⁹ Si veda a proposito di questo tipo di conversione: Si veda anche S. AVDJIEV, A. KARTASHEVA, B. BOGDANOVA (nt. 21), 46.

¹⁵⁰ La presente descrizione dei *CoCos* a svalutazione temporanea si basa sui prospetti dei *CoCos ATI* emessi da *KBC Group NV* (Belgio) nel 2019, *Raiffeisen Bank International AG* (Austria) nel 2020, *Bank or Ireland Group PLC* (Irlanda) nel 2020, *La Banque Postale SA* (Francia) nel 2021, *Banque Internationale à Luxembourg* (Lussemburgo) nel 2019) e *Commerzbank AG* (Germania) nel 2021.

tale pratica sia in linea con il quadro giuridico europeo, l'effettiva capacità di assorbimento delle perdite di questo strumento è estremamente limitata.

L'ultima tipologia è quella della conversione, utilizzata in circa il 22% dei *CoCos*. In genere, la conversione dei *CoCos* avviene al prezzo più alto tra il prezzo di mercato al momento della conversione e un prezzo minimo determinato nel prospetto¹⁵¹. Il prezzo minimo limita l'entità della diluizione subita dagli azionisti quando i *CoCos* vengono convertiti. Ai fini dell'analisi degli incentivi al trasferimento del rischio, tali *CoCos* con conversione non diluitiva in azioni sono relativamente simili ai *CoCos* con svalutazione del capitale.

¹⁵¹ Questo è il caso dei prospetti che prevedono la conversione in azioni ordinarie dei *CoCos* oggetto di studio (vedi nota precedente).