



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**LA PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES DE
INSTRUMENTOS CONVERTIBLES CONTINGENTES (COCOS)
EN EL DERECHO BANCARIO EUROPEO: UN ANÁLISIS
CONTRAFÁCTICO DEL CASO DE CREDIT SUISSE**

Autor: Rodrigo Almazán Sánchez

5º E3 - Analytics

Departamento de Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Walter Martín Baumeister

Madrid

Abril 2024

RESUMEN

La caída de Credit Suisse en marzo de 2023 ha puesto en tela de juicio las reformas del sistema bancario implementadas con posterioridad a la crisis financiera de 2008. Por primera vez desde Lehman Brothers, un banco de importancia sistémica mundial ha sido objeto de rescate *ad hoc* por parte de las autoridades gubernamentales suizas. Más allá de la controvertida asistencia financiera proporcionada por el Banco Nacional Suizo, la no aplicación del mecanismo normativamente previsto de resolución bancaria ha conducido a una solución controvertida en cuanto al tratamiento de los acreedores de los bonos convertibles contingentes (“CoCos”) que conformaban el Capital Adicional de Nivel 1 (“AT1”) de Credit Suisse, amortizándose la totalidad de su valor nominal a cero. Los obligacionistas de estos instrumentos fueron abandonados a su suerte como consecuencia de dicha amortización, mientras que a los accionistas de Credit Suisse se les ofreció un salvavidas en forma de acciones en UBS en el marco de una fusión respaldada por el gobierno con dicha entidad. El presente trabajo se propone analizar las implicaciones jurídicas, económicas y prudenciales de dicha amortización, evaluando una posible transgresión de la regla de la prioridad absoluta en el orden de prelación entre deuda y capital, así como las posibles contradicciones con el régimen de protección de los acreedores de instrumentos de capital AT1 vigente en el Derecho bancario europeo.

PALABRAS CLAVE

CoCos, Credit Suisse, capital AT1, recapitalización interna, protección de acreedores, rescate *ad hoc*, prioridad absoluta

ABSTRACT

The collapse of Credit Suisse in March 2023 has called into question the banking system reforms implemented in the aftermath of the 2008 financial crisis. For the first time since Lehman Brothers, a global systemically important bank has been subject to a bailout by Swiss government authorities. Beyond the controversial financial assistance provided by the Swiss National Bank, the non-application of statutory bank resolution mechanism has led to a controversial outcome regarding the treatment of creditors of the contingent convertible bonds ("**CoCos**") that comprised Credit Suisse's Additional Tier 1 Capital ("**AT1**"), with the integrity of their principal being written down to zero. The bondholders of these instruments were left to fend for themselves as a result of this write-down, while the shareholders of Credit Suisse were offered a lifeline in the form of shares in UBS in the framework of a government-backed merger with said entity. This paper aims to analyze the legal, economic, and prudential implications of the write-down, assessing a possible infringement of the absolute priority rule in the hierarchy between debt and equity, as well as the possible contradictions with the creditor protection regime of AT1 capital instruments under European banking law.

KEY WORDS

CoCos, Credit Suisse, AT1 capital, bail-in, creditor protection, *ad hoc* bailout, absolute priority rule

ÍNDICE

LISTADO DE ABREVIATURAS	5
INTRODUCCIÓN	7
1. Antecedentes	7
2. Objeto de estudio	8
3. Estructura capitular y metodología	9
CAPÍTULO I. LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES	11
1. Las obligaciones en Derecho de sociedades.....	11
2. Las obligaciones convertibles. Naturaleza jurídica.....	12
3. Tipología de obligaciones convertibles	14
3.1. Modalidades de obligaciones convertibles	14
3.2. Obligaciones convertibles y otros recursos emitidos por entidades bancarias	15
CAPÍTULO II. LAS BONOS CONVERTIBLES CONTINGENTES (COCOS) EN EL DERECHO BANCARIO	17
1. Conceptualización. Una categoría particular de convertibles	17
2. Origen, naturaleza jurídica y función de los CoCos	17
2.1. El origen y la evolución de los Cocos en la reforma postcrisis del sistema bancario	17
2.2. La razón de ser de los Cocos. Un mecanismo interno de reestructuración preemptiva	20
3. El tratamiento normativo de los CoCos	21
3.1. Introducción al marco normativo. Las exigencias de capital regulatorio de Basilea III ...	21
3.1.1. Normativa europea en materia de requisitos prudenciales de capital	22
3.1.2. El Requerimiento Mínimo de Fondos Propios y Pasivos Elegibles (MREL).....	22
3.1.3. Exigencias regulatorias adicionales de colchones (<i>buffers</i>) de capital	23
3.2. Tramos de capital regulatorio de Basilea III. Exigencias cualitativas y cuantitativas	24
3.2.1. Tramo 1. Capital Ordinario de Nivel 1 (CET1) y Capital Adicional de Nivel 1 (AT1)	24
3.2.2. Tramo 2. Capital de Nivel 2 (T2).....	24
3.2.3. Colchones (<i>buffers</i>) de Conservación de Capital, Anticíclico y de Riesgo Sistémico.....	24
3.3. Computabilidad de instrumentos convertibles como capital AT1. Presupuestos.....	25
3.3.1. Posibilidad de activación discrecional del mecanismo de amortización o conversión	25
A) <i>Contractual bail-in</i>	26
B) <i>Statutory bail-in</i>	26
3.3.2. Nivel mínimo cuantitativo de activación del mecanismo de absorción	27
3.4. Computabilidad de instrumentos convertibles como capital T2. Presupuestos.....	27
4. Configuración contractual y elementos estructurales.....	27
4.1. Mecanismo de absorción de pérdidas. Amortización y conversión en capital CET1	28

4.1.1. Bonos convertibles en capital CET1. <i>Conversion-to-equity CoCos</i>	28
4.1.2. <i>Principal write-down CoCos. Sudden death CoCos</i>	28
4.2. Tipología de mecanismos de activación. <i>Triggers</i> mecánicos y discrecionales.....	29
4.2.1 <i>Triggers</i> mecánicos. <i>Book-value triggers</i> y <i>market-value triggers</i>	29
4.2.2 <i>Triggers</i> discrecionales	30
CAPÍTULO III. LA PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES DE OBLIGACIONES	
CONVERTIBLES EN EL DERECHO BANCARIO EUROPEO	31
1. Introducción.....	31
2. Articulación jurídica de la intervención y adquisición de Credit Suisse y perspectivas regulatorias divergentes	31
2.1. Resolución de las autoridades suizas y perspectivas regulatorias divergentes.....	31
2.2. Base jurídica de la amortización de los instrumentos de capital reglamentario AT1.....	32
2.2.1. Base jurídica contractual de la amortización.....	32
2.2.2. Base jurídica normativa <i>ad hoc</i> de la amortización	34
3. La protección de los acreedores de instrumentos de capital AT1 (CoCos) en el Derecho bancario europeo	34
3.1. Introducción al orden de prelación entre deuda y capital.....	34
3.2. La tradicional prioridad entre deuda y capital en Derecho concursal	35
3.2.1. El orden de prelación vigente en Derecho concursal español.....	36
3.2.2. La <i>absolute priority rule</i> . Axioma de la legislación concursal occidental.....	37
3.2.3. La <i>absolute priority rule</i> en la teoría económica. Función y fundamento	38
3.3. El régimen de protección de los acreedores en el Derecho bancario europeo	39
3.3.1. Principios de la resolución bancaria e interacción con la legislación concursal.....	39
3.3.2. El orden de prelación de los créditos en el procedimiento de insolvencia nacional	41
3.3.3. El tratamiento de accionistas y acreedores en el proceso de recapitalización interna	42
3.4. Estudio comparado del régimen de protección vigente en Derecho bancario suizo	44
3.5. Consideraciones finales. La autonomía de las medidas de protección en la BRRD	45
4. Reflexiones finales. lecciones de la caída de Credit Suisse para el futuro de la regulación financiera	47
4.1. Implicaciones de la caída de Credit Suisse en el régimen de resolución bancaria.....	47
4.2. Expectativas en el sistema bancario. Problemas de arbitraje regulatorio.....	48
CONCLUSIONES.....	51
BIBLIOGRAFÍA.....	55
ANEXO DE JURISPRUDENCIA Y LEGISLACIÓN	67
ANEXO DE FIGURAS Y TABLAS.....	73

LISTADO DE ABREVIATURAS

AT1	Capital Adicional de Nivel 1
BankG	<i>Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, vom 8. November 1934.</i> Ley Federal de Bancos y Cajas de Ahorro, de 8 de noviembre de 1934
BCBS	<i>Basel Committee on Banking Supervision.</i> Comité de Supervisión Bancaria de Basilea
BCE	Banco Central Europeo
BIV-FINMA	<i>Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Insolvenz von Banken und Wertpapierhäusern (Bankeninsolvenzverordnung-FINMA).</i> Ordenanza de insolvencia bancaria de la FINMA, de 30 de agosto de 2012.
BRRD	<i>Bank Recovery and Resolution Directive.</i> Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014.
BOE	Boletín Oficial del Estado
CC	Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.
CE	Comunidad Europea
CET1	Capital Ordinario de Nivel 1
CRD IV	<i>Capital Requirements Directive.</i> Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013.
CRR IV	<i>Capital Requirements Regulation.</i> Reglamento (UE) N.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea
CCS	<i>Contingent capital securities.</i> Valores de capital contingente
CoCo	<i>Contingent convertibles.</i> Bono/s contingente/s convertible/s
EBA	<i>European Banking Authority.</i> Autoridad Bancaria Europea
EEE	Espacio Económico Europeo
EISM	Entidades de Importancia Sistémica Mundial

ELA	<i>Emergency Liquidity Assistance.</i> Asistencia de Liquidez de Emergencia
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority.</i> Autoridad Europea de Valores y Mercados
FDF	<i>Swiss Federal Department of Finance.</i> Departamento Federal de Finanzas suizo
FINMA	<i>Eidgenössische Finanzmarktaufsicht.</i> Autoridad Suiza Supervisora del Mercado Financiero
FOLTF	<i>Failing or likely to fail</i>
G-SIB	<i>Global Systemically Important Banks.</i> Bancos de importancia sistémica mundial
IMF	<i>International Monetary Fund.</i> Fondo Monetario Internacional.
JUR	Junta Única de Resolución
TRLC	Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
MUR	Mecanismo Único de Resolución
OEIS	Otras Entidades de Importancia Sistémica
PE	Parlamento Europeo
PONV	<i>Point of non-viability.</i> Punto de no viabilidad
RWA	<i>Risk-weighted assets.</i> Activos ponderados por riesgo
SIFI	<i>Systemically important financial institution.</i> Institución financiera de importancia sistémica
SRMR	<i>Single Resolution Mechanism Regulation.</i> Reglamento (UE) N.º 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014
T2	Capital Adicional de Nivel 2
UE	Unión Europea
USC	<i>United States of American Code.</i> Código de los Estados Unidos

INTRODUCCIÓN

1. ANTECEDENTES

La crisis financiera de 2008 reveló importantes carencias estructurales en los mecanismos de supervisión y regulación de las instituciones financieras, en particular, de aquellas clasificadas como de importancia sistémica. Estas deficiencias ocasionaron dilaciones en la implementación de medidas de contención y corrección en situaciones de tumulto financiero, exacerbando el contagio entre instituciones y la volatilidad e inestabilidad en los mercados. Como consecuencia, en múltiples ocasiones, fue necesario que las autoridades gubernamentales efectuaran rescates bancarios (*bail-outs*), inyectando fondos públicos para sanear a las entidades en dificultades (Eisenbeis, 2019).

En el período posterior a la crisis, los reguladores internacionales y europeos se esforzaron por abordar las deficiencias regulatorias identificadas y mitigar los problemas asociados al riesgo sistémico por medio de diversas novedades legislativas, en lo que se ha denominado el régimen “*too-big-to-fail*” (Lengwiler y Weder Di Mauro, 2023). En particular, los Acuerdos de Basilea III establecieron unos requisitos mínimos de capital más elevados y se implementó un régimen normativo más estricto para las denominadas instituciones financieras de importancia sistémica (“**SIFI**”, por sus siglas en inglés) (Eisenbeis, 2019).

Como medida adicional para fortalecer el capital bancario, las reformas más recientes han contemplado la inclusión de instrumentos híbridos de deuda en los distintos niveles de capital regulatorio de Basilea III. Entre estas alternativas, destacan los denominados bonos convertibles contingentes (“**CoCos**”). Esta modalidad de instrumentos híbridos permite a la entidad emisora recapitalizarse *ad intra*, mediante una conversión en capital o una amortización de estos títulos de deuda en la eventualidad de que el coeficiente de capital ordinario de la entidad descienda por debajo de un umbral predeterminado (Flannery, 2002; Henkel y Kaal, 2012).

En marzo de 2023, con la caída de Credit Suisse, las salvaguardias implementadas en una década de esfuerzo regulatorio, y en particular, la eficacia de los CoCos como instrumentos de recapitalización interna, se pusieron en tela de juicio. Ante las dificultades que venía experimentando la entidad bancaria en un panorama de tumulto financiero internacional, las autoridades suizas optaron por no activar el proceso formal de resolución bancaria previsto en la normativa internacional y suiza. En su lugar, el Banco Nacional Suizo recurrió al instrumento que por todas vías se había pretendido evitar: un rescate bancario *ad hoc* mediante el cual se facilitaba la adquisición de Credit Suisse por UBS (Paz y Eidenmüller, 2023).

De esta forma, la centenaria entidad helvética encontró su ocaso en una fusión con su histórico rival patrio, UBS. El acuerdo de fusión, pactado con la intermediación y por mandato de la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (“FINMA”), fue calificado como una medida necesaria, destinada a prevenir la caída de Credit Suisse y el consiguiente contagio al sistema financiero nacional e internacional (Bolton et al., 2023; Martino y Vos, 2023; Morris et al., 2023).

2. OBJETO DE ESTUDIO

El tumulto financiero ocasionado puso en evidencia las tensiones y desafíos existentes en el marco regulatorio vigente, destacando diferencias en el tratamiento de los inversores y planteando interrogantes sobre la efectividad de las medidas introducidas en situaciones de crisis financiera.

En estos *idus* de marzo (Uría Fernández, 2023), más allá de la cuestionada asistencia financiera proporcionada por el Banco Nacional Suizo, la desviación de los procedimientos formales de resolución bancaria ha conducido a una solución controvertida y, posiblemente, contraria a Derecho, respecto del tratamiento de los acreedores de los CoCos de Credit Suisse:

La FINMA, en su comunicado de 19 de marzo de 2023, mandató que el tramo de Capital Adicional de Nivel 1 (AT1) de Credit Suisse, compuesto principalmente por CoCos, se amortizara a cero (FINMA; 2023a). Como consecuencia de la amortización, los obligacionistas de estos instrumentos eran “sacrificados”, mientras que a los accionistas de Credit Suisse se les ofreció un salvavidas en forma de acciones en UBS (Uría Fernández, 2023; Paz y Eidenmüller, 2023). En particular, en el acuerdo de rescate, los accionistas de Credit Suisse lograron preservar aproximadamente 3.250 millones USD en valor accionario, mientras que la amortización de los CoCos representó una pérdida patrimonial de 17.000 millones para los obligacionistas de tales instrumentos (Massoudi et al., 2023).

La presente investigación tiene por objeto analizar las implicaciones de tal amortización desde diversas perspectivas. En particular, se examinará la intervención gubernamental *ad hoc* y la adquisición de Credit Suisse, con la consiguiente inaplicación del régimen de resolución bancaria, desde tres enfoques diferenciados: jurídico, económico y prudencial.

Desde un punto de vista jurídico, predomina la percepción de que la decisión de la FINMA de amortizar los bonos AT1 subvirtió la jerarquía tradicional entre deuda y capital, trasgrediendo la regla de la prioridad absoluta (*absolute priority*), un principio rector que inspira el orden de prelación establecido entre la deuda y el capital en Derecho concursal y en los regímenes de resolución bancaria (Paz y Eidenmüller, 2023; Bolton et al., 2023). Por su parte, las consecuencias económicas de tal inversión del orden de preferencia son significativas, provocando distorsiones en la valoración de los distintos instrumentos debido a una alteración de su perfil de riesgo.

Por último, bajo una óptica prudencial, la decisión de la FINMA, al contravenir a la normativa bancaria internacional y los compromisos de las autoridades reguladoras, podría haber desencadenado graves repercusiones sistémicas y generado una importante inseguridad jurídica. La no aplicación del régimen de resolución supuso también una prueba de la capacidad de las autoridades helvéticas para gestionar situaciones de inestabilidad en los mercados financieros (Stuart, 2023a).

En definitiva, el rescate *ad hoc* y la fusión de Credit Suisse con UBS plantean varios interrogantes sobre la solidez de las reformas normativas y la estructura del sector bancario en el futuro; cuestiones que se estudiarán a continuación.

3. ESTRUCTURA CAPITULAR Y METODOLOGÍA

En aras de responder a las hipótesis formuladas, el presente trabajo se divide en tres capítulos. El Capítulo I aborda el régimen de las obligaciones convertibles en Derecho de sociedades, estudiando la naturaleza jurídica y la tipología de esta categoría de obligaciones, así como las singularidades que revela esta modalidad de obligaciones cuando se traslada al ámbito de las entidades bancarias.

El Capítulo II proporciona un análisis exhaustivo del régimen jurídico de los CoCos, examinando su origen, naturaleza jurídica y su estructuración en la normativa bancaria internacional y europea. En particular, el estudio se centra en la configuración contractual de los CoCos y su articulación como mecanismo de recapitalización interna en la Directiva 2014/59/UE (en adelante, “**BRRD**”). En el contexto de Basilea III, se examina la clasificación vigente en diferentes tramos de capital regulatorio y los criterios para la computabilidad de los CoCos como capital adicional.

Por último, el Capítulo III continúa con el análisis de estos instrumentos, profundizando en los mecanismos de protección que el Derecho bancario europeo instituye en favor de sus acreedores en situaciones de resolución bancaria. El análisis del régimen de tutela se realiza adoptando como caso de estudio la situación particular de Credit Suisse, sobre la base de las cláusulas de los folletos de emisión y del derecho bancario suizo. Posteriormente, este análisis se complementa con breve análisis de Derecho comparado entre la regulación suiza y la normativa vigente en la UE, proporcionando así una perspectiva contrafáctica centrada en el ámbito bancario europeo.

A modo de cierre, el Capítulo III expone una serie de reflexiones finales sobre las tensiones y retos a los que se enfrenta el actual marco regulatorio, especialmente en lo que respecta a los rescates bancarios *ad hoc*; las futuras interacciones entre los mercados financieros europeo y suizo en el contexto de un posible problema de arbitraje regulatorio; y la potencial revalorización al alza de los instrumentos de capital AT1 vinculada al mayor perfil de riesgo identificado a raíz de la crisis.

En el presente trabajo, la metodología adoptada se alinea con la tradición jurídica romano-germánica, optando por el enfoque de la dogmática jurídica. La elección metodológica se fundamenta en una interpretación de la norma positiva, abarcando tanto el Derecho bancario europeo como el Derecho internacional. En contraposición al método exegético, el método dogmático se sustenta en la abstracción de los principios rectores que inspiran la normativa, con el objetivo de comprender su espíritu y finalidad. En el contexto del presente trabajo, la normativa ha sido analizada bajo la óptica de la regla de prioridad absoluta (*absolute priority*), considerada un principio rector del Derecho concursal y del régimen de resolución bancaria.

CAPÍTULO I. LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES

1. LAS OBLIGACIONES EN DERECHO DE SOCIEDADES

Las obligaciones son, al hilo de la letra del art. 401.2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC), valores emitidos en serie que reconocen o crean una deuda dineraria en favor de quienes los suscriben frente a la sociedad emisora (García de Enterría e Iglesias, 2020).

A partir de este precepto, se infieren tres notas características de las obligaciones que servirán para identificar el régimen jurídico que les es aplicable: (i) su naturaleza de títulos-valor; (ii) su emisión en serie; y (iii) el reconocimiento o creación de una deuda dineraria por medio de las mismas.

De este modo, las obligaciones son, ante todo, instrumentos por medio de los cuales el emisor capta recursos financieros ajenos a título de crédito, comprometiéndose a reembolsarlos llegado el vencimiento (Uría et al., 2006)¹. Las obligaciones constituyen así un mecanismo de financiación directa, que prescinde de la intermediación bancaria y ofrece una alternativa frente a la financiación de las entidades de crédito (Pulgar Ezquerro, 2017; Castellares Aguilar, 2000).

Además, las obligaciones se configuran como valores mobiliarios que incorporan el derecho de crédito consistente en el cobro de un cupón o interés periódico y en la devolución del principal a la fecha de vencimiento o amortización (Montero García-Noblejas, 2019; Castillo y Raquero, s.f.). Su emisión en serie garantiza su fungibilidad y facilita su transmisión en los mercados secundarios.

Por otra parte, la naturaleza del derecho de crédito incorporado a las obligaciones conduce generalmente a su caracterización como instrumentos de renta fija o no participativos. A ellos se contraponen los instrumentos de capital, de renta variable o participativos en los que el derecho incorporado es el de participar del capital y de las ganancias de la entidad emisora.

Esta distinción, sin embargo, se difumina en el caso de determinados instrumentos financieros híbridos como son las acciones privilegiadas —que otorgan a su titular un derecho a un dividendo fijo—, las participaciones preferentes o las obligaciones convertibles en acciones (García de Enterría e Iglesias, 2020). Estos instrumentos, al combinar características de ambas categorías, desdibujan las líneas tradicionales entre las esferas de capital y deuda en el contexto societario y financiero.

Esta naturaleza híbrida incide de manera significativa en el régimen jurídico del instrumento, hasta el punto de que determinadas categorías, como señaladamente las obligaciones convertibles, han adquirido una sustantividad propia que demanda un tratamiento jurídico diferenciado, especialmente

¹ García de Enterría e Iglesias (2020), por su parte, conceptualizan la emisión como “una modalidad del contrato de préstamo mutuo, que compromete a la entidad emisora a la restitución de las sumas recibidas junto con los correspondientes intereses”.

en aquellos títulos cuyo carácter híbrido acusado les confiere una naturaleza jurídica muy próxima a la de los instrumentos de capital (Guinot, 2015).

2. LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES. NATURALEZA JURÍDICA

En palabras de García de Enterría e Iglesias (2020):

“Las obligaciones convertibles en acciones son, antes que nada, una simple modalidad de obligaciones, que incorporan un derecho de crédito frente a la sociedad emisora (...). Su característica definitoria, sin embargo, consiste en la facultad que otorga a sus tenedores para optar, como alternativa a la restitución de la suma prestada, por la conversión de las obligaciones en acciones, en los periodos y de acuerdo con la relación de conversión que la sociedad emisora haya establecido” (p.1081).

Por consiguiente, no se trata de otro género diferente a las obligaciones, sino de una categoría particular cuya especialidad radica en que el obligacionista participa en los riesgos de los fondos propios de la sociedad emisora (Fernández del Pozo, 2015). La obligación convertible confiere a su poseedor la condición jurídica de acreedor, aunque con la facultad de transformar su derecho crediticio en participaciones de capital, asociándose así al riesgo empresarial intrínseco a la propiedad accionaria, tal y como se describe en la SAP de Ourense 389/2014, de 22 de septiembre de 2014 (Montero García-Noblejas, 2019; León Sanz, 2011).

De esta forma, la singularidad de las obligaciones convertibles reside en su naturaleza híbrida, que las posiciona en un punto intermedio entre los instrumentos de deuda y los de capital. La conversión de las obligaciones en acciones se manifiesta, en este contexto, como un elemento estructural de esta clase de instrumentos (Montero García-Noblejas, 2019; García de Enterría, 2011)².

En el régimen de los arts. 414 y ss. de la LSC, la conversión se configura como un derecho facultativo del obligacionista, quien puede optar entre mantener su posición originaria como acreedor hasta la amortización de las obligaciones a fecha de vencimiento, o asumir la condición de accionista a través de la conversión de las obligaciones en participación accionarial (García de Enterría, 2011).

La prerrogativa del obligacionista de optar por convertir su crédito en participación accionarial implica que el derecho de conversión presenta una naturaleza similar al derecho derivado de una opción de compra (*call option*), en la medida en que se trata de una situación transitoria en la que se faculta al titular a modificar su condición de acreedor por la de accionista, adquiriendo un número determinado de participaciones a un precio preestablecido (Fernández del Pozo, 2015).

² En este sentido, apunta García de Enterría (2011) que la conversión en acciones constituye también una posible modalidad de rescate de obligaciones ordinarias *ex art. 430 d) LSC*, vinculada a una novación sobrevenida de la condición de acreedor a la de socio. Sin embargo, mientras que en este caso la conversión se vincula a un acuerdo con los titulares que requiere ineludiblemente el consentimiento individual del obligacionista, en las obligaciones convertibles la conversión se configura como un elemento estructural. Por ende, la conversión se realizará de acuerdo con los términos estipulados en la emisión, sin necesidad de ningún acuerdo ulterior entre la sociedad y el obligacionista.

Sin embargo, este esquema no precluye la posibilidad de estructurar la conversión de una manera alternativa, en virtud del principio de libre emisión y la autonomía de la voluntad contractual del art. 1255 del Código Civil (“CC”). En este sentido, la conversión podría configurarse como una prerrogativa no del obligacionista, sino del propio emisor.

De este modo, la sociedad emisora también podría establecer un mecanismo de conversión forzosa u obligatoria, que opere de forma incondicional, como una modalidad de aumento de capital diferida en el tiempo, o de manera condicionada, sujeta a la concurrencia de determinados presupuestos preestablecidos en el momento de la emisión de dichos instrumentos. La implementación de tales mecanismos constituye, en esencia, la imposición a los acreedores de una obligación a término o condicional de participar en el capital social de la entidad, conforme a lo dispuesto en los artículos 1125 y 1113 CC, respectivamente.

En el supuesto de que el mecanismo de conversión se active de manera imperativa al concluir el término o plazo contractualmente establecido, la situación jurídica del acreedor depende de un *certus an*, es decir, de una eventualidad, no incierta, sino predeterminada. En consecuencia, la facultad del acreedor de convertir su crédito en participaciones de capital no se configura como una contingencia aleatoria, sino como circunstancia previamente definida.

En esta modalidad de conversión, la ampliación de capital se presenta como un proceso incondicionado, cuya ejecución simplemente se difiere en el tiempo. García de Enterría (2011) apunta, en este aspecto, que las obligaciones convertibles se distinguen por incorporar un aumento de capital potencial y/o diferido en el tiempo.

En un segundo término, cuando la conversión forzosa se subordina a la concurrencia de determinados presupuestos, se articula una ampliación de capital condicionada. En este supuesto, la conversión está ligada a un *incertus an*, lo que implica que el derecho del acreedor es de naturaleza claudicante, esto es, contingente y la entidad dispone de una mera expectativa de ampliación de capital (Squire, 2020). Esta naturaleza contingente de la conversión es simétrica a la firmeza de la expectativa de capitalización, en tanto la obligación de convertirse halla condicionada por una cláusula resolutoria, desplegando su eficacia al cumplirse los presupuestos estipulados. De forma simétrica, la potencial ampliación de capital resulta sometida a una condición suspensiva.

Este mecanismo de conversión condicionada es característico del denominado “capital contingente” emitido por entidades bancarias, en el cual el mecanismo de conversión se activa de forma automática en estados próximos a la insolvencia del emisor (García de Enterría, 2011). Esta conversión forzosa, lejos de constituir una elección del acreedor, se establece como una medida preestablecida frente a una situación de inestabilidad financiera de la entidad, con el objetivo de reforzar su capitalización y solvencia mediante una recapitalización interna (*bail-in*). La conversión

funciona, por ende, como una salvaguarda para preservar la estabilidad financiera de la entidad, al tiempo que reconfigura las relaciones entre la entidad y sus acreedores (Squire, 2020).

En definitiva, cuando la conversión se configura en términos forzosos, las obligaciones convertibles divergen significativamente de su caracterización convencional y ordinaria de los arts. 414 y ss. LSC y se asemejan más a una forma de ampliación de capital potencial, cuya ejecución se encuentra diferida temporalmente.

3. TIPOLOGÍA DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES

3.1. Modalidades de obligaciones convertibles

Actualmente, si bien el modelo tradicional de obligaciones convertibles del Título XI de la LSC se basa en un derecho de conversión del obligacionista, en la práctica mercantil se ha evidenciado una proliferación de otras modalidades de convertibles. En particular, se ha observado una generalización en las emisiones de obligaciones de conversión obligatoria (Guinot, 2015).

(i) Obligaciones convertibles a instancias del emisor. Reverse convertibles

En este ámbito, cobran especial relevancia las obligaciones convertibles a instancias de la entidad emisora, las denominadas “*reverse convertibles*”, que confieren una opción de venta (*put option*) en favor del emisor. Esto permite a la entidad optar entre la amortización de la obligación o la transmisión de una participación accionarial al acreedor. En esencia, esta modalidad de obligaciones convertibles traslada el derecho de conversión del obligacionista al emisor, invirtiendo así el equilibrio tradicional de derechos y obligaciones en los instrumentos de deuda convertible.

(ii) Obligaciones contingentemente convertibles. Mandatory convertibles y CoCos

En una posición intermedia entre las convertibles tradicionales y las *reverse convertibles*, se sitúan las obligaciones contingentemente convertibles (*mandatory convertible*). Estas se transformarán de manera imperativa en fondos propios de la entidad al cumplirse la circunstancia desencadenante (*trigger*) prevista en el momento de emisión, con independencia de la voluntad del obligacionista o del emisor. Dentro de esta categoría, es importante distinguir entre las obligaciones contingentemente convertibles en sentido estricto, cuya conversión acaece de forma incondicional en una fecha de vencimiento preestablecida; y aquellas cuya conversión depende de la concurrencia de determinados presupuestos (*vid. supra*), conocidas como CoCos (*contingent convertibles*) (Guinot, 2015). En la práctica mercantil, esta segunda categoría se configura habitualmente como *distress-triggered liabilities*, que son obligaciones contingentes cuya conversión se activa ante dificultades financieras del emisor (Squire, 2020).

En el ámbito bancario, y sin perjuicio de un análisis más detallado en secciones posteriores, es importante señalar que el aumento en las emisiones de CoCos se encuentra estrechamente relacionado con la normativa sobre recursos propios de las entidades bancarias. En particular, este incremento se asocia con la implementación de los acuerdos de Basilea III, así como con la regulación en materia de reestructuración y resolución de entidades bancarias (*vid. infra*).

3.2. Obligaciones convertibles y otros recursos emitidos por entidades bancarias

El estudio de la tipología de obligaciones revela singularidades propias cuando se traslada al ámbito de las entidades bancarias. Estas particularidades son consecuencia la necesidad de emitir instrumentos de deuda que contribuyan a satisfacer las exigencias de capital regulatorio, impuestas en el marco del Derecho bancario, en particular, en Basilea III (*vid. infra*)³. En este ámbito, surgen instrumentos como las participaciones preferentes o los bonos convertibles contingentes (CoCos).

A reserva de un estudio más exhaustivo en secciones posteriores, destacan por su particular relevancia los CoCos. Desde la implementación de Basilea III, estos instrumentos híbridos han adquirido notable popularidad como alternativa a la emisión de participaciones preferentes (Vives Ruiz y López-Jorrín, 2014; Guinot, 2015). El atractivo de los Cocos radica en que estos instrumentos pueden ser clasificados como capital AT1, uno de los tramos de capital regulatorio introducidos en Basilea III, en tanto cumplen con las exigencias regulatorias destinadas a garantizar una capacidad de absorción de pérdidas cualificada en los fondos propios del banco (Fuentes y Casado, 2014).

La singularidad de los CoCos reside precisamente en la forma en que se instrumenta su mecanismo de absorción de pérdidas. Pues bien, la absorción de pérdidas puede articularse a través de una conversión en capital en sentido propio (*conversión to equity CoCos*) o mediante la amortización del valor nominal de los bonos (*principal write-down CoCos*).

En comparación con las demás categorías de instrumentos híbridos convertibles, resulta notorio que los CoCos bancarios presentan un nivel de riesgo sensiblemente superior debido a la potencial amortización total o parcial del activo (*haircuts*, en el argot financiero). Ante el elevado riesgo asociado con estos instrumentos, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (“ESMA”) emitió una declaración el 31 de julio de 2014, en la que advertía acerca del riesgo inherente a esta clase de activos financieros y subrayaba la imperiosa necesidad de proporcionar información adecuada a los inversores potenciales.

³ En contraste con lo que sucede en sociedades mercantiles, en las entidades bancarias los recursos propios sirven simultáneamente como garantía para los acreedores sociales para el supuesto de liquidación y como medio probatorio de la estabilidad y resiliencia del sector financiero en su conjunto (Guinot, 2015).

CAPÍTULO II. LAS BONOS CONVERTIBLES CONTINGENTES (COCOS) EN EL DERECHO BANCARIO

1. CONCEPTUALIZACIÓN. UNA CATEGORÍA PARTICULAR DE CONVERTIBLES

Los bonos convertibles contingentes (CoCos), o valores de capital contingente (“CCS”), representan una categoría particular de obligaciones convertibles en el contexto del Derecho bancario. Propuestos inicialmente por Mark Flannery (2002) bajo el nombre de *reverse convertible debentures* (“RCD”), los CoCos se configuran como instrumentos de deuda cuya característica distintiva radica en su potencial conversión en capital, condicionada a que el coeficiente de capital de la entidad emisora descienda por debajo de un nivel preestablecido (Armour et al., 2016; Henkel y Kaal, 2012).

Emitidos contractualmente, los CoCos están diseñados para remunerar a los obligacionistas mediante el pago de un interés o cupón periódico y, al mismo tiempo, se hallan susceptibles de conversión en instrumentos de capital regulatorio (Ongena et al., 2019). Sobre este último aspecto, los CoCos se articulan como títulos de deuda emitidos por entidades bancarias sobre la base contractual de que serán objeto de conversión en capital ordinario y/o amortización en el supuesto de que la entidad experimente un deterioro significativo en sus fondos propios (Armour et al., 2016).

Esta configuración permite que los CoCos funcionen como mecanismos autónomos de absorción de pérdidas, facilitando un proceso de recapitalización *ad intra* de entidades bancarias en situaciones de desequilibrio patrimonial, y mitigando, simultáneamente, la necesidad de intervenciones externas o financiación pública para la estabilización y rescate (*bail-out*) de la entidad. (Avdjiev et al., 2013; Koziol y Lawrenz, 2012)

De este modo, los CoCos son instrumentos que promueven la resiliencia financiera de las entidades bancarias, alineándose con las estrategias macroprudenciales de los bancos centrales y regulaciones orientadas a la preservación de la integridad y estabilidad del sistema financiero (Armour et al., 2016).

2. ORIGEN, NATURALEZA JURÍDICA Y FUNCIÓN DE LOS COCOS

2.1. El origen y la evolución de los Cocos en la reforma postcrisis del sistema bancario

Los CoCos, como mecanismo de recapitalización interna (*bail-in*), emergen en un contexto económico crítico, marcado por la crisis financiera de 2008. En el punto álgido de esta crisis, los reguladores se enfrentaron a la necesidad imperante de estabilizar un sistema bancario convulsionado, recurriendo a intervenciones y rescates gubernamentales (*bail-outs*) como única estrategia viable para restablecer la estabilidad en los mercados (Flannery, 2009; Henkel y Kaal, 2012; Sorkin, 2010).

En este sentido, los gobiernos nacionales concluyeron que la liquidación de entidades bancarias a través de procedimientos concursales convencionales era la opción menos favorable. Declarar la insolvencia de estas entidades habría agravado la desconfianza del mercado en las instituciones financieras afectadas y podría haber exacerbado la retirada masiva de fondos y la agitación en los mercados financieros (Henkel y Kaal, 2012; Thomson, 2010).

Los *bail-outs*, si bien necesarios, plantearon un desafío significativo para legisladores y reguladores al generar un coste fiscal difícil de justificar ante los contribuyentes, además de un relevante riesgo moral (*moral hazard*) en relación con la responsabilidad de los administradores de las entidades bancarias (Bolton et al., 2023; Pennacchi, 2010; Berg y Kaserer, 2015). En este contexto, los reguladores deben lograr equilibrar la necesidad preponderante de salvaguardar la estabilidad financiera con el imperativo de prevenir la instauración de un entorno indulgente, caracterizado por una cultura de impunidad, en el cual las entidades bancarias puedan operar bajo la expectativa de rescate gubernamental en caso de insolvencia.

Por este motivo, una de las prioridades de las reformas implementadas en respuesta a la crisis financiera fue precisamente abordar la deficiencia estructural inherente al régimen paraconsursal de resolución bancaria (Bolton et al., 2023; León Sanz, 2019)⁴. Hasta la fecha, el sistema vigente no involucraba a los acreedores en la financiación de los costes de la liquidación de la entidad insolvente y presentaba un marcado sesgo hacia la financiación pública (Lamas Peña, 2019).

Por añadidura, la crisis reveló que las entidades bancarias sufrían de infracapitalización, atribuible a la insuficiencia de los requisitos de capital regulatorio, considerados excesivamente laxos, y a que el tratamiento normativo de los instrumentos de capital no era del todo eficaz para absorber adecuadamente las pérdidas incurridas por la entidad (León Sanz, 2019; Bebchuk, 2008).

⁴ En este sentido, véanse las novedades normativas introducidas por medio del Título II del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (en adelante, *Dodd-Frank Act*), y la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 (BRRD) (Bolton et al., 2023; Henkel y Kaal, 2012).

En el corpus normativo estadounidense, el Título II del *Dodd-Frank Act* introduce un procedimiento para la liquidación de entidades financieras de importancia sistémica en estado de insolvencia inminente. El régimen persigue salvaguardar el equilibrio de la economía estadounidense, imponiendo a los accionistas y acreedores la responsabilidad de asumir las pérdidas de la entidad insolvente con arreglo a un orden de prelación (*Claim Priority*) (*vid.* 12 U.S.C. §5389, *Dodd-Frank Act* §210(a)(2),209(b)). También se prohíbe la destinación de fondos públicos al rescate de entidades declaradas insolventes al amparo del Título II (*vid.* 12 U.S.C. §5394, *Dodd-Frank Act* §214) (LII Cornell Law School, s.f.-a).

En la UE, la BRRD fue promulgada con el objetivo de proporcionar a las autoridades nacionales mecanismos eficientes para abordar la insolvencia de entidades bancarias. La BRRD insta a los bancos a desarrollar planes de recuperación para afrontar dificultades financieras y confiere a las autoridades nacionales la facultad de garantizar una resolución ordenada de las entidades bancarias en estado de insolvencia, minimizando así la necesidad de financiación pública. Las disposiciones en materia de resolución bancaria garantizan que los accionistas y acreedores de las entidades de crédito asuman parte de los costes a través de un mecanismo de recapitalización interna (Comisión Europea, s.f.).

A nivel nacional, la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, acomete la trasposición al ordenamiento jurídico español de la BRRD.

En atención a tales deficiencias, el objetivo primario de la reforma se fijó en asegurar que las entidades de crédito mantengan suficientes fondos propios y pasivos asimilables en balance para garantizar que (i) los contribuyentes no se vean expuestos a las pérdidas de entidades privadas y que (ii) sean los accionistas y los acreedores no garantizados quienes asuman los costes asociados a la insolvencia (León Sanz, 2019; Lamas Peña, 2019).

El principal exponente de este cambio regulatorio ha sido el "*Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios*" ("**Basilea III**"), que supone la base sobre la que pivota la normativa prudencial internacional (*vid.* Preámbulo de la Circular 2/2016 del Banco de España).

En la UE, partiendo de la premisa de evitar futuros rescates de entidades financieras, la Comisión Europea elaboró una propuesta para establecer un régimen especial de resolución bancaria, concebido como procedimiento de insolvencia específico para entidades del sector bancario⁵. En este contexto, la Comisión determinó que el enfoque más efectivo para la reorganización de entidades financieras sería aquel que permitiera su reestructuración interna (*bail-in*), asegurando así su viabilidad continuada sin la necesidad de recurrir a rescates públicos⁶. En particular, identificó que la amortización de determinados instrumentos o su conversión en capital ordinario sería el mecanismo de reorganización más idóneo (Pulgar Ezquerro, 2019; Henkel y Kaal, 2012)⁷.

El *bail-in*, en contraposición a un *bail-out*, implica que las pérdidas experimentadas por una institución financiera en dificultades no son soportadas por los contribuyentes, sino por sus propios accionistas y *stakeholders* (*sc.* acreedores). Bajo este esquema, los acreedores contribuyen a sanear el balance de la entidad mediante (i) la amortización total o parcial de sus créditos (*haircuts*) y/o (ii) la conversión de estas obligaciones en capital. (Garcimartín, 2014).

El mecanismo de amortización y conversión de deuda en capital se articuló, a propuesta de la Comisión, combinando mecanismos normativos y contractuales de conversión. De manera preventiva y con anticipación a cualquier situación de crisis, las autoridades nacionales de resolución exigirían a las instituciones financieras la emisión de títulos de deuda "*bail-inable*", susceptibles de conversión. Posteriormente, en situaciones de inestabilidad financiera y ante la concurrencia de los presupuestos

⁵ *Vid.* comunicado de prensa de 20 de julio de 2011 de la Comisión Europea y la propuesta de Reglamento del PE y del Consejo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito, de 20 de julio de 2011.

⁶ Sin embargo, un sector de la doctrina, concretamente Goodhart y Avgouleas (2014), se ha mostrado contrario a los mecanismos de *bail-ins*, sustentando que, en contraposición con los acreedores, las arcas del tesoro público presentan una mayor resiliencia y capacidad de absorción de los costes derivados de la insolvencia bancaria. Esta postura se fundamenta en la premisa de que los acreedores sociales se constituyen mayoritariamente por inversores institucionales, como fondos de pensiones, que administran y custodian inversiones vinculadas a los ahorros vitalicios de pensionistas y ahorradores. En una línea similar, véase Kurse y Fernández (2018) o Dell'Aricea et. al (2018).

⁷ El art. 2.1(57) de la BRRD define instrumento de recapitalización interna como "*el mecanismo mediante el cual una autoridad de resolución ejerce las competencias de amortización y conversión de los pasivos de una entidad objeto de resolución*". De este modo, un *bail-in* obliga a los acreedores de la entidad próxima a la insolvencia a soportar parte de los costes derivados de la misma mediante la amortización de sus títulos de deuda o su conversión en fondos propios.

contractuales, estos instrumentos de deuda se convertirían en capital de la entidad, reduciendo el pasivo en su estructura de capital y reestableciendo la ratio de capital ordinario a parámetros estables (Henkel y Kaal, 2012; Avdjiev et al., 2013).

En este contexto, entre las autoridades reguladoras, con la notable excepción de Estados Unidos⁸, los CoCos, en atención a su configuración contractual como instrumentos de recapitalización interna (*vid. infra*), fueron percibidos como una innovación auspiciosa y se convirtieron en un popular medio de reorganización de la estructura de capital en entidades bancarias (Avdjiev et al., 2013).

2.2. La razón de ser de los Cocos. Un mecanismo interno de reestructuración preemptiva

En consonancia con lo anterior, y desde una perspectiva teleológica, la *ratio essendi* de los CoCos diverge notablemente de la de las obligaciones convertibles convencionales de la LSC (*vid. supra*). La génesis de los CoCos, enmarcada en el ámbito del Derecho bancario, representa un esfuerzo por atenuar las insuficiencias estructurales inherentes al sistema bancario y mejorar las estructuras de capital de las instituciones financieras.

El principal déficit que se pretende corregir con los instrumentos de recapitalización interna es la vulnerabilidad de las entidades financieras ante la potencial erosión injustificada de la confianza de los inversores. En este sentido, la confianza en la estabilidad y solvencia de las entidades bancarias constituye un elemento cardinal del sistema financiero: una percepción sólida y robusta asegura un funcionamiento eficiente de los mercados, incentivando las inversiones y el crecimiento económico.

Contrario sensu, una pérdida de confianza en una institución financiera puede catalizar una psicosis colectiva entre inversores y depositantes, provocando retiros masivos de depósitos y una abrupta contracción del crédito (un *run on the banks*, en el argot financiero). Tales circunstancias pueden exacerbar la volatilidad e inestabilidad en los mercados financieros, sirviendo como preludio a una crisis financiera (Madaus; 2014; Kiss, 2018).

En circunstancias ordinarias, los elevados costes asociados a la liquidación concursal proporcionan un incentivo para que acreedores y deudores alcancen un acuerdo al margen del procedimiento concursal, en lo que comúnmente se denomina un *workout* o reestructuración de deuda (*vid. infra*). Sin embargo, en el caso de una entidad bancaria, la articulación de una reestructuración de deuda puede presentar mayores desafíos, precisamente debido a la potencial pérdida de confianza que puede derivarse de la eventual publicidad de dicha operación de reestructuración (Armour et al., 2016).

⁸ Por su parte, el *Dodd-Frank Act*, en su sección §115, se limita a ordenar un examen de la viabilidad del capital contingente, estipulando que “*The Council shall conduct a study of the feasibility, benefits, costs, and structure of a contingent capital requirement for financial companies (...) which study shall include (...) an evaluation of the degree to which such requirement would enhance the safety and soundness of companies subject to the requirement, promote the financial stability of the United States, and reduce risks to United States tax-payers*” (Henkel y Kaal, 2012).

Por ende, resulta imperativo que los mecanismos de recapitalización de una entidad crediticia se estipulen *ex ante*, preconizándose con una antelación suficiente a cualquier estado de insolvencia. A tal propósito, entre los mecanismos jurídico-financieros previstos para orquestar una reestructuración preemptiva se destacan los instrumentos de capital contingente, y señaladamente, los CoCos.

La función primigenia de los CoCos consiste, en conclusión, en dotar a la entidad bancaria emisora de unos niveles adecuados de deuda convertible que permita sanear su estructura de capital en situaciones de tumulto financiero, en las que sería improbable obtener capital adicional de fuentes externas (Bolton et al., 2023). Se trata, en esencia, de que las entidades financieras se “auto-aseguren” frente a escenarios adversos por medio de esta clase de instrumentos (Armour et al., 2016).

3. EL TRATAMIENTO NORMATIVO DE LOS COCOS

3.1. Introducción al marco normativo. Las exigencias de capital regulatorio de Basilea III

El tratamiento normativo que se ha dado a los CoCos con posterioridad a la crisis financiera, en el contexto de la imperativa necesidad de incrementar las reservas de capital de las entidades bancarias, ha resultado especialmente favorable y ha actuado como el principal catalizador en la proliferación de estos instrumentos financieros (Bolton et al., 2023; Avdjiev et al., 2013).

En este ámbito, la regulación concerniente a los recursos propios de las entidades de crédito ha sido objeto de armonización internacional mediante los acuerdos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), inaugurados en su primera versión en 1988. En diciembre de 2010, como medida reactiva a la crisis financiera de 2008, se promulgó Basilea III para reforzar los requerimientos de capital bancario, intensificando tanto el aspecto cuantitativo como la calidad intrínseca de los activos que conforman los fondos propios (León Sanz, 2019; Guinot, 2015).

Por consideraciones de política prudencial y en aras de preservar la seguridad jurídica, Basilea III se enfoca en mejorar el marco regulador previo a la crisis, respetando en gran medida las instituciones vigentes. La reforma conserva el principio fundamental que inspiraba la regulación bancaria anterior: la cobertura de riesgos por medio de fondos propios de la entidad. Los dos pilares fundamentales en los que se sustenta este principio son los requerimientos de capital y los activos ponderados por riesgo (“**RWA**”) (León Sanz, 2019).

A tal propósito, Basilea III ha incrementado las exigencias de capital y reforzado la adecuación de los instrumentos para absorber pérdidas cuando una entidad se sitúa en una posición de dificultades económicas, tanto en lo que respecta al Capital Ordinario de Nivel 1 (“**CET1**”), como al capital adicional AT1 y T2 (*vid. infra*). Además, se prevé la dotación de un colchón (*buffer*) de conservación de capital (León Sanz, 2019; Fuentes y Casado, 2014).

3.1.1. Normativa europea en materia de requisitos prudenciales de capital

Las disposiciones de Basilea III son plenamente vinculantes para los Estados miembros de la UE. El corpus normativo de Basilea III fue incorporado al acervo jurídico europeo mediante de dos normas fundamentales: el Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013 (“**CRR IV**”), y la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, (“**CRD IV**”) (León Sanz, 2019).

En España, la transposición de la CRD IV se ha realizado en dos etapas. En una primera fase, se publicó el Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, que transpuso los aspectos más urgentes de esta nueva normativa. En uso de la habilitación conferida por este real decreto-ley, el Banco de España aprobó la Circular 2/2014, de 31 de enero (*cf.* Preámbulo I de la Circular 2/2016).

En una segunda fase, se promulgó la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, que sentó las bases de una transposición completa de la CRD IV. La reforma concluye con la aprobación del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, y de la Circular 2/2016, de 2 de febrero, del Banco de España (Ibáñez y Domingo, 2013; Banco de España, s.f-b).

3.1.2. El Requerimiento Mínimo de Fondos Propios y Pasivos Elegibles (MREL)

La normativa europea en materia de requisitos prudenciales de las entidades de crédito, en conjunción con la normativa sobre la recuperación y resolución de entidades crediticias de la BRRD (*vid. supra*), establece que las entidades bancarias deben cumplir un “Requerimiento Mínimo de Fondos Propios y Pasivos Elegibles” (“**MREL**”) para garantizar una aplicación eficaz del mecanismo de recapitalización interna (Ellingsæter, 2023; JUR, 2023)⁹. El requerimiento es calibrado como un porcentaje del total de activos ponderado por riesgo (RWA).

De esta forma, el MREL exige que las entidades bancarias mantengan un nivel adecuado de instrumentos de capital y pasivos asimilables con capacidad de absorción de pérdidas. La absorción de pérdidas, por su parte, precisa que los accionistas y los acreedores de determinados pasivos elegibles sean los primeros en asumir las pérdidas de una entidad no viable y contribuir a su recapitalización (Banco de España, s.f.-c; Lamas Peña, 2019).

El objetivo primario de este mecanismo consiste, por ende, en facilitar una resolución ordenada a instancias de las autoridades de resolución y, a su vez, incrementar la capacidad de recapitalización interna de la entidad y evitar la necesidad de ayuda pública extraordinaria.

⁹ El mecanismo MREL se compone de disposiciones de carácter altamente técnico que se encuentran dispersas entre el CRR IV, el Reglamento (UE) 806/2014 (SRMR) y la BRRD. En cuanto a su estructuración, el CRR IV contiene requisitos y ratios de capital mínimos, mientras que la BRRD, en su art. 45, establece un régimen en el cual las autoridades de resolución determinarán, *ad casum*, los MREL aplicables (Ellingsæter, 2023; Lamas Peña, 2019).

En línea con lo anterior, se observa una relación estrecha entre la herramienta de resolución de *bail-in* contemplada en la BRRD y el MREL, en tanto ambos mecanismos persiguen objetivos similares y, en la práctica bancaria, se ha asociado el MREL como una ratio que asegura la efectividad de una eventual recapitalización interna. Ahora bien, también existen ciertas diferencias entre ambas figuras (*v.gr.* los instrumentos elegibles para el cómputo de cada mecanismo *ex arts.* 2.1(71), 44.1 y 45.4 BRRD) (Lamas Peña, 2019) (véase la Tabla 1)¹⁰.

En lo concerniente a la herramienta de resolución, la BRRD proporciona el marco procesal para la activación del mecanismo de *bail-in* de los instrumentos y pasivos elegibles del MREL. En particular, el art. 34 BRRD estipula que (i) debe respetarse en todo caso el orden de prelación de los acreedores y (ii) debe observarse el principio de *pari passu*, que implica un tratamiento igualitario de los acreedores (Pulgar Ezquerro, 2020; Lamas Peña, 2019).

De esta forma, y a reserva de un análisis más exhaustivo en el Capítulo IV, el mecanismo MREL cobra especial importancia desde la perspectiva del orden de prelación. Ello se debe a que una de las condiciones para que los instrumentos de capital (incluyendo los CoCos) sean considerados elegibles conforme al MREL es que estos instrumentos tengan prioridad sobre la deuda general no garantizada (*unsecured debt*) de la entidad en caso de liquidación, ya sea en un procedimiento de insolvencia ordinario o en el marco de una resolución bancaria. En otras palabras, existe una obligación para las entidades de crédito de asegurar que una determinada parte de su financiación esté subordinada a los acreedores no garantizados (Ellingsæter, 2023).

3.1.3. Exigencias regulatorias adicionales de colchones (*buffers*) de capital

Por añadidura, el régimen vigente no se sustenta únicamente en el requisito de fondos propios mínimos para evitar que las entidades bancarias asuman riesgos inaceptables. La implementación de Basilea III en el Derecho de la UE también ha supuesto la inclusión de colchones de conservación de capital y de capital anticíclicos en la CRD IV. Los colchones de capital obligan a las entidades, particularmente de aquellas catalogadas de importancia sistémica, a disponer de capital en exceso de los requisitos de fondos propios aplicables (Fuentes y Casado, 2014; Ellingsæter, 2023).

Como consecuencia de lo anterior, y con el fin de satisfacer los requisitos de capital CET1 se ha observado una expansión en los mercados de capitales con un incremento notable en la emisión de acciones ordinarias en entidades bancarias. Al mismo tiempo, se ha producido un incremento en la emisión de instrumentos híbridos, tales como los CoCos, con el propósito de disponer de recursos suficientes que satisfagan las exigencias globales de Basilea III (Fuentes y Casado, 2014).

¹⁰ A los efectos de este análisis, en tanto los instrumentos de capital AT1 y T2 (incluyendo los CoCos) reciben el mismo tratamiento en el marco de la herramienta de resolución de *bail-in* y el MREL, se estudiarán de manera conjunta sus implicaciones en cuanto al orden de prelación y la protección de los acreedores para ambos mecanismos.

3.2. Tramos de capital regulatorio de Basilea III. Exigencias cualitativas y cuantitativas

La normativa sobre recursos propios establece unos requisitos mínimos de capital, calculados en función de los RWA de la entidad, y segmentados en diferentes niveles o tramos de capital atendiendo a la capacidad de absorción de pérdidas y al plazo de vencimiento de los instrumentos.

En particular, se identifican dos tramos o niveles de capital regulatorio: el Capital de Nivel 1, que se compone del capital ordinario CET1 y el capital adicional AT1, y el Capital de Nivel 2 (“T2”).

3.2.1. Tramo 1. Capital Ordinario de Nivel 1 (CET1) y Capital Adicional de Nivel 1 (AT1)

El capital de Nivel 1, o *Tier 1*, engloba el capital ordinario de la entidad (*common equity*) y determinados instrumentos híbridos elegibles, destinados a absorber pérdidas mientras la entidad se encuentra en funcionamiento (*on a going concern basis*) (Guinot, 2015). De esta forma, en el primer tramo únicamente pueden incluirse aquellos instrumentos con capacidad de absorción cualificada.

A su vez, el capital de Nivel 1 se estratifica en dos subtramos: el denominado capital CET1, compuesto predominantemente por acciones ordinarias y las reservas acumuladas de la entidad (*cf.* art. 28.1 a 4, art. 29.1 a 5, art. 31.1 CRR IV); y el capital AT1, integrado por instrumentos híbridos cualificados (*cf.* art. 52.1 CRR IV), como señaladamente los CoCos, que satisfacen unas elevadas exigencias de absorción de pérdidas (Fuentes y Casado, 2014; Ellingsæter, 2023).

3.2.2. Tramo 2. Capital de Nivel 2 (T2)

Por su parte, el segundo tramo de capital (T2) se compone de instrumentos de deuda con criterios de elegibilidad más flexibles (*cf.* art. 63 CRR IV), pero con suficiente capacidad de absorción de pérdidas en situaciones de no viabilidad de la entidad (*on a gone concern basis*), ya sea por medio de la amortización del principal o su conversión en capital CET1.

En términos cuantitativos, el tramo de CET1 debe representar, al menos, el 4.5% de los activos ponderados por riesgo (CET1/RWA). La ratio combinada de capital CET 1 y AT1 debe situarse, como mínimo, en torno al 6% sobre RWA. Al incluir las emisiones de capital T2, la proporción agregada de los tres tramos debe alcanzar, al menos, el 8% CET1/RWA (*cf.* art. 92.1 CRR IV) (Ellingsæter, 2023; Henkel y Kaal, 2012; Fuentes y Casado, 2014) (véase la [Figura 1](#)).

3.2.3. Colchones (*buffers*) de Conservación de Capital, Anticíclico y de Riesgo Sistémico

Adicionalmente, el BCBS establece requisitos para el mantenimiento de colchones de capital (*buffers*), compuestas principalmente por acciones ordinarias y subdivididas en tres categorías: (i) el Colchón de Conservación de Capital, que debería alcanzar el 2,5% CET1/RWA; (ii) el Colchón Anticíclico, determinado discrecionalmente por las autoridades reguladoras, con un umbral máximo del 2,5%; y (iii) el Colchón de Riesgo Sistémico, estipulado por las autoridades reguladoras hasta un límite del 1%, pudiendo incrementarse dicho límite para EISM y OEIS (Fuentes y Casado, 2014).

3.3. Computabilidad de instrumentos convertibles como capital AT1. Presupuestos

De acuerdo con las disposiciones de Basilea III, los CoCos pueden computar, a condición de que reúnan una serie de presupuestos (véase [Tabla 2](#)), como capital AT1 o capital T2, hasta un límite de 1,5% de los activos ponderados por riesgo (RWA). De este modo, la emisión de CoCos permite a las entidades bancarias cumplir con las exigencias de capital regulatorio de Basilea III, al mismo tiempo que conservan el escudo fiscal (*tax shield*) asociado a los elementos de pasivo. Pues bien, en la mayoría de las jurisdicciones, los CoCos reciben el mismo tratamiento fiscal que los títulos de deuda convencionales, lo cual les permite beneficiarse del escudo fiscal vinculado a la deducibilidad de los gastos financieros en el impuesto sobre sociedades (Armour et al., 2016; Ongena et al., 2019).

Los criterios de computabilidad de los CoCos como capital AT1 se encuentran recogidos en los arts. 52 a 55 CRR IV (véase [Tabla 2](#)). Entre los requisitos más relevantes se incluyen, *inter alia*, (i) la obligatoriedad de activación del mecanismo de absorción de pérdidas (ya sea por medio de la amortización del principal o la conversión en capital CET1), en el supuesto de que el ratio de capital CET1 descienda por debajo de un umbral preestablecido o sea determinado por la autoridad supervisora competente; (ii) la suspensión del pago de cupones cuando su desembolso pudiera poner en riesgo el mantenimiento de los niveles mínimos de recursos propios; y (iii) la inexistencia de una fecha de vencimiento predeterminada (Fuentes y Casado, 2014) (véase la [Tabla 2](#)).

A los efectos pertinentes, procede estudiar brevemente la obligatoriedad en la activación del mecanismo de absorción de pérdidas. En primer término, el art. 52.1, letra n) CRR IV dicta que los instrumentos de capital se considerarán de capital AT1 cuando “las disposiciones que regulen los instrumentos establezcan que, en caso de producirse una circunstancia desencadenante, el importe de principal de los instrumentos habrá de amortizarse de manera permanente o temporal, o que los instrumentos habrán de convertirse en instrumentos de capital de nivel 1 ordinario”.

En este contexto, la configuración del mecanismo de recapitalización interna debe necesariamente cumplir con dos presupuestos: (i) el reconocimiento y respeto de la potestad de la autoridad supervisora para mandar la amortización o conversión discrecional de los instrumentos de capital en situaciones de no viabilidad de la entidad (*PONV power*)¹¹; y (ii) la previsión de un nivel mínimo cuantitativo de activación del mecanismo de absorción del capital contingente (Avdjiev et al., 2013).

3.3.1. Posibilidad de activación discrecional del mecanismo de amortización o conversión

¹¹ Los EM velarán por que las autoridades de resolución tengan competencias para amortizar o convertir los instrumentos de capital pertinentes (*cfr.* arts. 32.4 y 59 BRRD). Esta competencia se puede ejercer independientemente de la medida de resolución. De manera complementaria, el art. 52.1, letra o) CRR IV exige que “las disposiciones que regulan los instrumentos no prevean nada que pueda impedir la recapitalización de la entidad”.

En lo referente al primero de los presupuestos, a efectos de computar como capital regulatorio AT1 o T2, es necesario que los CoCos puedan ser amortizados o convertidos en capital por mandato de la autoridad competente en supuestos de no viabilidad de la entidad (*vid. infra*), de conformidad con lo dispuesto en el Capítulo V de la BRRD (Armour et al., 2016).

A este respecto, la activación del mecanismo de recapitalización interna puede estar estipulada en los términos y condiciones del contrato entre los acreedores y la entidad bancaria (*contractual bail-in*), o puede ser impuesta unilateralmente por las autoridades competentes en situaciones de resolución bancaria (*statutory bail-in*) (Garcimartín, 2014).

A) *Contractual bail-in*

En el caso del *bail-in* contractual, la documentación del bono contiene disposiciones que prevén la conversión en capital o la amortización del valor nominal del instrumento ante la concurrencia de ciertas circunstancias predeterminadas que actúan como desencadenantes (*v.gr.* en situaciones de no viabilidad de la entidad) (Garcimartín, 2014).

En determinadas jurisdicciones, la potestad de activación discrecional por parte de la autoridad reguladora se ha traducido en la necesaria inclusión de los denominados "eventos de viabilidad" en la documentación de los bonos. A efectos ejemplificativos, y conectando con la amortización de los CoCos de Credit Suisse, la legislación bancaria suiza complementa el marco normativo de Basilea III con exigencias adicionales, articulando lo que se conoce como el "*Swiss Finish*" (*vid.* Circular 2011/2 FINMA). La normativa suiza exige, en este ámbito, que los folletos de los instrumentos contengan un mecanismo contractual de absorción de pérdidas (Lanz y Favre, 2012; Bono et al., 2012).

Sin embargo, en el ámbito del Derecho bancario europeo, la inclusión de eventos de viabilidad contractuales no es preceptiva según el CRR IV. Por esta razón, tampoco es práctica habitual en el mercado bancario incluir disposiciones sobre eventos de viabilidad en la documentación de los bonos contingentes (Albuérne, 2023). Así, en los bancos europeos, los eventos contractuales de activación se vinculan exclusivamente a las ratios de CET1 (5,125% o 7%).

B) *Statutory bail-in*

En el caso de la recapitalización normativa, sin que sea necesaria una previsión contractual específica, la autoridad competente tiene la facultad, por ministerio *legis*, de amortizar los pasivos de una entidad y/o convertirlos en capital ordinario una vez que esta entre en resolución. Ahora bien, como apunta Garcimartín (2014), esta clase de recapitalización también puede interpretarse como una "cláusula implícita" en el contrato de financiación: los acreedores, al invertir en bonos emitidos por una entidad bancaria, deben asumir las competencias de *bail-in* reconocidas a la autoridad

competente, conforme a la legislación del Estado de origen de la entidad, como una condición implícita e inherente a su relación contractual.

Sea como fuere, debe advertirse que existen diferencias operativas significativas entre ambos mecanismos: Por un lado, la recapitalización contractual se activa de forma automática con antelación a cualquier situación próxima a la insolvencia. El *bail-in* normativo, por otro lado, es activado a instancias de la autoridad competente, en el marco de sus poderes de resolución, cuando la entidad se encuentre ya en estado de insolvencia o en riesgo inminente de estarlo (Garcimartín, 2014).

3.3.2. Nivel mínimo cuantitativo de activación del mecanismo de absorción

El segundo estatuto normativo se fundamenta en la regla de capital en activo (*going-concern rule*). En virtud de la misma, para que los instrumentos de capital contingente sean incluidos en el tramo de capital AT1, es necesario que se establezca un nivel mínimo de activación (Bolton et al., 2023).

En particular, una aclaración emitida por el BCBS en su informe sobre la definición de capital de Basilea III (BCBS, 2017) establece que “*los instrumentos incluidos en el capital adicional de Nivel 1 contabilizados como pasivos deben cumplir al menos los siguientes requerimientos mínimos: (i) el nivel de activación para la amortización/conversión debe ser al menos el 5,125% (énfasis añadido) del capital ordinario de Nivel 1 (CET1)*” (párrs. 54 a 56).

3.4. Computabilidad de instrumentos convertibles como capital T2. Presupuestos

Los CoCos susceptibles de computar como capital T2 presentan una capacidad de absorción de pérdida más limitada, y están diseñados para activarse en escenarios en los que la entidad bancaria se encuentra en un punto de no viabilidad. En tales circunstancias, se requiere que los instrumentos sean amortizados de forma íntegra y permanente o convertidos en su totalidad a capital CET1. De manera similar a los CoCos de capital AT1, aquellos que se contabilizan como capital T2, con el objetivo de integrarse en el segundo nivel de capital y complementar los tramos de capital de nivel 1, deben satisfacer una serie de requisitos especificados (*cfr.* arts. 61 a 70 CRR IV) (véase la [Tabla 2](#)).

4. CONFIGURACIÓN CONTRACTUAL Y ELEMENTOS ESTRUCTURALES

El marco regulatorio expuesto ha condicionado notablemente la estructura contractual de los CoCos, configurándose estos instrumentos en torno a su función primaria: instituir un mecanismo de recapitalización interna que sirva como fuente de capital disponible en situaciones de tumulto financiero. En consecuencia, los CoCos se configuran en base a dos elementos esenciales: (i) el mecanismo de absorción de pérdidas (*loss absorption mechanism*) y (ii) la circunstancia desencadenante (*trigger event*) de este (Guinot, 2015; Avdjiev et al., 2013; Bolton et al., 2023).

En cuanto al primer elemento estructural, los CoCos tienen la capacidad de absorber pérdidas ya sea mediante su conversión en capital ordinario o a través de una amortización de su valor nominal.

En cuanto a su activación, esta puede ser mecánica, es decir, determinada numéricamente en función de un coeficiente de capital específico, o discrecional, dependiendo de la decisión de la autoridad supervisora competente (Avdjiev et al., 2013) (véase la [Figura 2](#)).

4.1. Mecanismo de absorción de pérdidas. Amortización y conversión en capital CET1

Al activarse el mecanismo de absorción de pérdidas, los CoCos pueden convertirse en capital CET1 a un tipo de conversión predefinido (*cf.* arts. 54.1 letra c) y 54.2 CRR IV) o someterse a una amortización del principal, ya sea total o parcial (*cf.* art. 54.1 letra d) CRR IV). En ambos supuestos, la absorción reduce el pasivo y aumenta la ratio de capital CET1 de la entidad bancaria.

4.1.1. Bonos convertibles en capital CET1. Conversion-to-equity CoCos

Los bonos convertibles en fondos propios (*conversion-to-equity CoCos*) aumentan el capital CET1 de la entidad en función de un tipo de conversión fijado contractualmente. Esta relación de conversión¹² puede basarse (i) en un precio determinado, como la cotización bursátil en el momento de la emisión (relación fija); (ii) en un precio determinable, como el precio de mercado en el momento de la conversión (relación variable); o (iii) en una combinación entre la cotización y un umbral mínimo predeterminado, generalmente dirigido a proteger a los accionistas existentes de una dilución ilimitada de su participación accionarial (Avdjiev et al., 2013; McDonald, 2013).

En este contexto, las diversas alternativas para establecer el tipo de conversión implican diferentes grados de exposición al riesgo de dilución para los accionistas existentes y, en consecuencia, generan incentivos distorsionantes para eludir la conversión por parte de los accionistas existentes¹³.

4.1.2. Principal write-down CoCos. Sudden death CoCos

Alternativamente, se puede pactar la absorción de pérdidas por medio de una amortización del principal (*principal write-down*), supuesto en el cual no se produce una conversión del bono contingente en el momento de activación, sino la amortización total o parcial del activo (*haircut*). De este modo, los obligacionistas no reciben compensación alguna y las posiciones accionarias existentes no resultan diluidas (Armour et al., 2016; Avdjiev et al., 2013). En esencia, esta categoría de CoCos

¹² García de Enterría (2011) apunta, en el contexto de las obligaciones convertibles tradicionales de la LSC (*cf.* arts. 414 y ss. LSC), que las relaciones de conversión fijas añaden un componente especulativo adicional a esta clase de instrumentos contingentes.

¹³ Un tipo de conversión basado en la cotización bursátil en el momento de conversión resultaría en una dilución significativa de las participaciones accionarias existentes, dado que es probable que el precio de mercado cotice a mínimos en el momento de la activación del mecanismo. Por esta razón, dicha dilución también intensificaría los incentivos para evitar alcanzar el umbral de activación (Avdjiev et al., 2013; Eisenbeis, 2019).

Por su parte, un tipo de conversión con un precio predefinido limitaría la posibilidad de dilución accionaria, pero generaría a su vez un riesgo moral (*moral hazard*) al incentivar el sobrepaso del umbral de activación y, por lo tanto, la conversión de los CoCos. La fijación de un tipo de conversión equivalente al precio de cotización de las acciones en el momento de conversión, sujeto a un umbral mínimo predeterminado, mantiene los incentivos para que los accionistas eviten el incumplimiento de la cláusula de activación e impide al mismo tiempo una dilución ilimitada (Avdjiev et al., 2013).

se asemeja a los bonos bancarios convencionales, pero incorpora el riesgo adicional de amortización en situaciones próximas a la insolvencia. Por su naturaleza, en el argot financiero, estos bonos también se conocen como CoCos de "muerte súbita" (*sudden death CoCos*).

En cuanto a las tensiones entre bonistas y accionistas, estos CoCos pueden potencialmente estimular la asunción de riesgos en interés de los accionistas y en perjuicio de los bonistas, de modo que los incentivos de control recaen en estos últimos (Avdjiev et al., 2013).

4.2. Tipología de mecanismos de activación. Triggers mecánicos y discrecionales

El mecanismo de activación, mecánico o discrecional, establece el momento específico en el que se desencadena el proceso de conversión o amortización del bono. La cláusula de activación puede contemplar uno o varios desencadenantes. En caso de que se configuren múltiples *triggers*, el mecanismo de recapitalización se activa con el incumplimiento de cualquiera de estos (McDonald, 2013; De Spiegeleer y Schoutens, 2014).

4.2.1 Triggers mecánicos. Book-value triggers y market-value triggers

En primer término, los *triggers* mecánicos determinan la activación del mecanismo de absorción de pérdidas cuando el capital del emisor desciende por debajo de un umbral preestablecido, calculado en función de sus activos ponderados por riesgo. La medida del capital CET1, por su parte, puede basarse en valores contables (*book-value triggers*) o de mercado (*market-value triggers*).

Los mecanismos activadores basados en el valor contable, comúnmente representados mediante una ratio entre el valor contable del capital CET1 y los activos ponderados por riesgo (RWA), contrastan con los activadores basados en el valor de mercado. Estos últimos se definen como una proporción mínima requerida entre la capitalización de mercado de una entidad y sus activos ponderados por riesgo (Avdjiev et al., 2013; Eisenbeis, 2019). Los activadores de valor de mercado están diseñados para abordar las limitaciones inherentes a las valoraciones contables, proporcionando una imagen fiel del estado financiero de la entidad. Sin embargo, este mecanismo también puede presentar desafíos en términos de valoración de la capitalización bursátil y generar potencialmente incentivos para la manipulación de la cotización de la entidad¹⁴.

Atendiendo al nivel de activación del instrumento (5%, 5,125% o 7%) y su correlativa capacidad para absorber pérdidas, se distingue entre dos tipologías de CoCos: los CoCos de alta activación (*high-trigger CoCos*) y los CoCos de baja activación (*low-trigger CoCos*) (Ongena et al., 2019).

¹⁴ En determinadas circunstancias, dado que los CoCos se valoran juntamente con las acciones ordinarias, los bonistas pueden verse incentivados a vender en corto acciones ordinarias subyacentes con el fin de generar una tendencia bajista en la cotización y deprimir el precio hasta el punto en que se supere el umbral de activación (Avdjiev et al, 2013).

Los CoCos de alta activación, con niveles de activación superiores al 5,125% CET1/RWA, facilitan una recapitalización interna cuasi-preventiva y constituyen el primer baluarte de capital, absorbiendo pérdidas antes que cualquier otro instrumento híbrido (Ongena et al., 2019)¹⁵. Estos CoCos se clasifican como capital AT1¹⁶ y están diseñados para reducir automáticamente el apalancamiento del banco, contribuyendo a prevenir la suspensión de sus operaciones. Por ello, los CoCos de alta activación son considerados capital "activo" (*going concern*), ya que garantizan que la entidad mantenga su viabilidad y operatividad incluso en situaciones de tumulto financiero (Abul et al., 2016). La capacidad de absorción de pérdidas de estos instrumentos es cualificada.

En contraste, los CoCos de baja activación presentan niveles de activación inferiores y, por ende, una capacidad de absorción de pérdidas más limitada. Se consideran como una solución de recapitalización interna que se emplea en fases más avanzadas, interviniendo en escenarios en los cuales la situación financiera del banco ya se ha deteriorado significativamente (aplicando la regla de *gone concern*) (Ongena et al., 2019). Esta clase de CoCos, dado que su mecanismo de activación presenta un nivel de activación inferior al 5,125%, no reúne los presupuestos necesarios para computar como capital adicional AT1, y se clasifican como capital T2 (Avdjiev et al., 2013).

4.2.2 Triggers discrecionales

En lo que respecta a los *triggers* discrecionales (*vid. supra*)¹⁷, el mecanismo de absorción de pérdidas se activa por mandato unilateral de la autoridad supervisora. En base a una evaluación negativa sobre la viabilidad del emisor, los reguladores pueden ordenar la amortización o conversión de los instrumentos si lo consideran necesario para prevenir la insolvencia¹⁸. De este modo, es posible articular una recapitalización de la entidad en el momento idóneo, evitando la necesidad de una intervención por parte del sector público (Armour et al., 2016; Avdjiev et al, 2013; Eisenbeis, 2019).

Sin embargo, dado que el punto de inviabilidad es difícil de determinar *a priori*, los activadores discrecionales también introducen un elemento indeseable de incertidumbre en cuanto al momento y las circunstancias que conducen a la activación del mecanismo de recapitalización por parte del regulador (Bolton et al., 2023; Avdjiev et al, 2013).

¹⁵ Ante tal exposición al riesgo, Avdjiev et al. (2013) advierten, como se ha evidenciado recientemente, que los CoCos de alta activación incluso podrían llegar a invertir el orden de prelación tradicional entre deuda y capital. Tal circunstancia obedece a que, si se activa el mecanismo de absorción de pérdidas, los bonistas de CoCos podrían experimentar pérdidas incluso antes que los accionistas de la entidad.

¹⁶ *Vid.* criterio 11, párrafo 55 Basilea III y pregunta 16 del Informe sobre Definición de Capital (BCBS, 2017).

¹⁷ Recuérdese que, sin perjuicio de las previsiones normativas sobre la recapitalización interna, este mecanismo de activación no suele estar presente en los bonos emitidos por bancos europeos (*vid. supra*).

¹⁸ Nótese que la activación del mecanismo discrecional, presente en la totalidad de los CoCos emitidos por *Credit Suisse*, fue lo que permitió a la FINMA amortizar los instrumentos de capital AT1 de *Credit Suisse* el 19 de marzo de 2023.

CAPÍTULO III. LA PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN EL DERECHO BANCARIO EUROPEO

1. INTRODUCCIÓN

El Capítulo I ha proporcionado un análisis exhaustivo del régimen jurídico de los CoCos, examinando su origen, naturaleza jurídica y su estructuración en la normativa bancaria internacional y de la UE. En vista de la reciente y controvertida amortización del principal de los CoCos que integran el capital regulatorio AT1 de Credit Suisse (cuyas particularidades se analizarán en mayor detalle en la siguiente sección), resulta imperativo continuar con el análisis de estos instrumentos, profundizando en los sistemas de protección que el Derecho bancario europeo instituye en favor de los acreedores en situaciones de resolución bancaria.

La tesis fundamental que se propone sostiene que, en base a un análisis contrafáctico aplicado al sector bancario de la UE, la decisión adoptada por las autoridades helvéticas relativa a la amortización del tramo AT1 de Credit Suisse no solo sería improbable, sino que estaría en directa contradicción con el Derecho bancario europeo. En este sentido, el régimen de resolución vigente en la UE habría implicado una serie de salvaguardias diferentes en favor de los acreedores y, con alta probabilidad, habría conducido a una solución menos controvertida.

2. ARTICULACIÓN JURÍDICA DE LA INTERVENCIÓN Y ADQUISICIÓN DE CREDIT SUISSE Y PERSPECTIVAS REGULATORIAS DIVERGENTES

2.1. Resolución de las autoridades suizas y perspectivas regulatorias divergentes

La resolución de la FINMA relativa a la amortización íntegra del valor nominal de los instrumentos de capital AT1 de Credit Suisse ha generado una oleada de críticas en el sector financiero. Predomina la percepción de que tal amortización transgredía la regla de la prioridad absoluta (*“absolute priority rule”*), un principio rector que gobierna el orden de prelación establecido entre la deuda y el capital en Derecho concursal y en los regímenes de resolución bancaria (Paz y Eidenmüller, 2023).

En apoyo tácito a tal crítica, el Banco Central Europeo (“BCE”), el Banco de Inglaterra y la Autoridad Monetaria de Singapur emitieron declaraciones públicas manifestando su intención de no seguir la estrategia adoptada por la FINMA y reafirmaron su compromiso de respetar el orden de prelación tradicional de los créditos en conformidad con la legislación aplicable en materia de resolución bancaria y concursal. En particular, la Junta Única de Resolución (“JUR”), la Autoridad Bancaria Europea (“EBA”) y la Supervisión Bancaria del BCE, en su declaración conjunta de 20 de marzo (BCE, 2023), sostuvieron lo siguiente:

“El marco de resolución por el que se aplican en la Unión Europea las reformas recomendadas por el Consejo de Estabilidad Financiera tras la gran crisis financiera ha establecido, entre otras cosas, el orden en el que los accionistas y acreedores deben asumir las pérdidas de un banco en dificultades.

En particular, los instrumentos de capital ordinario son los primeros en absorber pérdidas, y solo después de haberlos agotado sería necesario amortizar el capital adicional de nivel 1 (énfasis añadido). Este enfoque se ha aplicado sistemáticamente en casos anteriores y seguirá guiando la actuación de la JUR y de la supervisión bancaria del BCE en intervenciones en situaciones de crisis. El capital adicional de nivel 1 es y seguirá siendo un componente importante de la estructura del capital de los bancos europeos”.

Desde la perspectiva de las demás autoridades supervisoras del sistema bancario, la intervención del Gobierno suizo ha comprometido la integridad del marco de resolución bancaria, transgrediendo los principios consagrados en un decenio de esfuerzo regulatorio destinado a desarrollar un sistema de reestructuración funcional (Paz y Eidenmüller, 2023, Stuart, 2023a). Esta divergencia de opiniones entre los reguladores europeos ha evidenciado un conflicto en la interpretación de la legislación bancaria internacional, así como en los mecanismos de gestión y las estrategias de contingencia en el sector financiero (Bolton et al., 2020).

A partir de la casuística del asunto de Credit Suisse, se impone la necesidad de explorar una conciliación de las perspectivas regulatorias divergentes en Europa continental, confrontando las prácticas actuales con los principios generales vigentes en la legislación bancaria.

2.2. Base jurídica de la amortización de los instrumentos de capital reglamentario AT1

A tal propósito, procede, en primer lugar, examinar cuáles han sido los presupuestos legales y la fundamentación jurídica que ha conducido a la autoridad helvética a una resolución tan controvertida a nivel internacional. Pues bien, la decisión de la FINMA de ordenar la amortización íntegra del valor nominal de los instrumentos de capital AT1 de Credit Suisse se ha fundamentado en una doble base jurídica. En primer término, la autoridad bancaria invoca las condiciones contractuales estipuladas en los folletos de emisión de los CoCos (FINMA, 2023a). De forma complementaria (y posiblemente superflua), la FINMA se apoya en una ordenanza de emergencia dictada por el Consejo Federal, la cual proporciona el marco legal habilitante para implementar dicha medida de emergencia.

2.2.1. Base jurídica contractual de la amortización

A los fines de este análisis, y siguiendo la metodología de Paz y Eidenmüller (2023), se examinarán específicamente las estipulaciones contractuales contenidas en la serie de CoCos emitida el 23 de junio de 2022 e identificada bajo la serie “*9.750% Perpetual Tier 1 Contingent Write-down Capital Notes*” (Credit Suisse, 2022)¹⁹. Los términos contractuales referidos en el mencionado prospecto son

¹⁹ La FINMA ha publicado el inventario de los bonos afectados por dicha amortización (FINMA, 2023a).

representativos de las estipulaciones estándar de las emisiones de bonos AT1 de Credit Suisse. En particular, se procederá al análisis de la Condición 7^a del folleto, en la cual se estipulan los eventos contingentes (*Write-down Events*), así como las condiciones necesarias para la activación del mecanismo de absorción de pérdidas.

En primer término, el mecanismo de absorción de pérdidas, de acuerdo con lo dispuesto en la letra a) de la Condición 7^a, se activará mediante uno de dos posibles mecanismos: (i) un evento de contingencia (*Contingency Event*), que opera como *trigger* mecánico; y (ii) un evento de viabilidad (*Viability Event*), que se articula como *trigger* discrecional de la autoridad competente. El marco relativamente ambiguo de los eventos de viabilidad contrasta con el evento de contingencia, claramente definido y basado en una métrica específica (Paz y Eidenmüller, 2023). En particular, un evento de contingencia se verificaría al constatarse que la ratio CET1/RWA resulta inferior al 7,00%.

En lo concerniente al evento de viabilidad, este se produciría si: (i) la autoridad reguladora determinase que una amortización es indispensable para evitar la insolvencia o incapacidad de la entidad de hacer frente al pago de una parte sustancial de sus deudas a su vencimiento; o (ii) la entidad recibiese un compromiso de apoyo extraordinario del sector público²⁰, sin el cual, a juicio de la autoridad reguladora, la entidad se habría declarado insolvente (*vid. apt. (ii), letra a) Condición 7*).

En la eventualidad de que se materialice un evento contingente conforme a cualquiera de los mecanismos preceptuados, se produciría, de pleno derecho, la amortización íntegra del valor nominal de los CoCos con el propósito de restablecer la ratio de capital a parámetros estables. Con este fin, ambos activadores estarían diseñados para iniciar el proceso de recapitalización interna en un momento anterior a cualquier estado de insolvencia, en aras de prevenir que una contingencia crítica comprometa la solvencia de la entidad (Paz y Eidenmüller, 2023).

Por añadidura, debe advertirse que el mecanismo de absorción contractual contempla únicamente la amortización íntegra del principal de los instrumentos, sin prever alternativas como una amortización parcial o la conversión en capital CET1. Esta opción por la amortización íntegra como único mecanismo de absorción de pérdidas refleja una decisión deliberada de Credit Suisse en su calidad de emisor, y que ha sido aceptada tanto por los obligacionistas como por la autoridad reguladora. Por ende, esta elección contractual sugiere que la posibilidad de una amortización era una eventualidad conocida y asumida por los obligacionistas como contraprestación por un retorno potencialmente superior a su inversión (Bolton et al., 2020; Avdjiev et al., 2013).

²⁰ Con fecha de 19 de marzo de 2023, el Banco Nacional Suizo concedió a Credit Suisse un préstamo extraordinario a modo de Asistencia de Liquidez de Emergencia (“ELA”), avalada mediante una garantía federal de impago. La concesión del préstamo fue calificada como ayuda financiera pública extraordinaria y constituyó la base jurídica por medio de la cual la FINMA mandató la activación del mecanismo de amortización de los CoCos de Credit Suisse (Banco Nacional Suizo, 2023; Paz y Eidenmüller, 2023; Smith et al., 2023).

La configuración contractual expuesta, y en particular la estipulación del evento de viabilidad ha proporcionado a la FINMA una base jurídica suficiente para mandar la amortización del principal de los instrumentos de capital AT1. En concreto, la FINMA declara lo siguiente (FINMA, 2023a):

The AT1 instruments issued by Credit Suisse contractually provide that they will be completely written down in a “Viability Event”, in particular if extraordinary government support is granted. As Credit Suisse was granted extraordinary liquidity assistance loans secured by a federal default guarantee on 19 March 2023, these contractual conditions were met for the AT1 instruments issued by the bank.

En definitiva, la fundamentación jurídica por parte de la FINMA para mandar la amortización de los CoCos es congruente con los términos contractuales establecidos en el folleto de emisión, en tanto la amortización de los instrumentos es consecuencia automática del compromiso irrevocable de apoyo público extraordinario concedido a Credit Suisse. Las posibilidades de impugnación por parte de los obligacionistas son, por tanto, escasas.

2.2.2. Base jurídica normativa ad hoc de la amortización

En segundo término, la FINMA basa la amortización de los CoCos en la Ordenanza sobre Préstamos Adicionales de Asistencia a la Liquidez y Concesión de Garantías Federales de Impago para Préstamos de Asistencia a la Liquidez del Banco Nacional Suizo a Bancos de Importancia Sistémica, de 19 de marzo de 2023 (“**Ordenanza de Emergencia**”). La Ordenanza de Emergencia regula, *inter alia*, la concesión de préstamos de ELA del Banco Nacional Suizo a bancos de importancia sistémica, así como el otorgamiento de garantías federales de impago sobre dichos préstamos (*cf.* arts. 1, 3 y 4 de la Ordenanza de Emergencia).

Posteriormente, la Ordenanza de Emergencia fue enmendada con el propósito de otorgar poderes especiales a la FINMA para instruir la amortización del capital AT1. En particular, el art. 5a de la Ordenanza de Emergencia estipula que “*FINMA may order the borrower and the financial group to write down additional Tier 1 capital*”. De este modo, se introduce una base normativa *ad hoc* para articular la amortización de los CoCos de Credit Suisse y estructurar el rescate ulterior.

Sea como fuere, como señalan Paz y Eidenmüller (2023), las prerrogativas conferidas a la FINMA por la Ordenanza de Emergencia resultan redundantes a la luz de las disposiciones contractuales de los folletos de emisión de Credit Suisse. En efecto, la potestad para ordenar la amortización de los CoCos en eventos de viabilidad ya se encontraba implícitamente conferida a la FINMA según los términos establecidos en dichos folletos.

3. LA PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES DE INSTRUMENTOS DE CAPITAL AT1 (COCOS) EN EL DERECHO BANCARIO EUROPEO

3.1. Introducción al orden de prelación entre deuda y capital

Incurrir en pérdidas constituye un riesgo inherente al desarrollo de cualquier actividad empresarial, ya sea en el sector financiero o en otros sectores. Estas pérdidas, por su parte, pueden ser limitadas o, en algunos casos, pueden incluso amenazar la viabilidad de la entidad. En atención a las dinámicas básicas de una economía de mercado, la absorción de pérdidas societarias se estructura de forma escalonada, en función de la vinculación con la entidad (Armour et al., 2016):

En primer término, mientras la sociedad continúe en funcionamiento, las pérdidas serán soportadas por los accionistas, en tanto son ellos los que ostentan los derechos de propiedad a través de su participación en el capital. El valor de los activos netos, que esencialmente representa el patrimonio de los accionistas, se verá reducido, en detrimento de los mismos.

En segundo lugar, una vez agotado el patrimonio de los accionistas, es probable que la sociedad incumpla algunas de sus obligaciones con sus acreedores, lo que otorga a estos últimos el derecho de iniciar un procedimiento concursal contra la sociedad. Los acreedores preconcursales soportarán las pérdidas, previa liquidación de las posiciones accionarias, de acuerdo con su posición en el orden de prelación (Armour et al., 2016).

La cuestión, sin embargo, resulta más compleja cuando se traslada al ámbito de las entidades de crédito. La insolvencia de una entidad bancaria presenta particularidades únicas que exigen un tratamiento diferenciado por parte de las autoridades. Esta necesidad se debe, en concreto, a la inadecuación de los mecanismos tradicionales del Derecho concursal para gestionar y mitigar las consecuencias económicas de una insolvencia bancaria, tales como los retiros masivos de depósitos (*bank runs*) o la abrupta contracción del crédito derivada de la pérdida de confianza en la institución por el riesgo de insolvencia (Armour et al., 2016; Pulgar Ezquerro, 2019; Madaus, 2014).

La alternativa a la liquidación concursal que ha propuesto el legislador europeo en la BRRD es la resolución bancaria, como régimen paraconsursal, que difiere significativamente del procedimiento de liquidación concursal convencional, especialmente cuando se acomete por la vía de la recapitalización interna de la entidad de crédito (Pulgar Ezquerro, 2019).

En este contexto, los mecanismos de protección de los acreedores también se configuran de manera distinta en el Derecho bancario. Específicamente, el orden de prelación entre capital y deuda, así como la prioridad intracrediticia, que determina el orden en el que los diferentes acreedores absorben las pérdidas derivadas de la insolvencia de la entidad; se organizan de manera sensiblemente diferente en la legislación concursal general y en la normativa específica de insolvencia bancaria, *lex specialis* en esta materia (Ellingsæter, 2022).

3.2. La tradicional prioridad entre deuda y capital en Derecho concursal

Ante esta disparidad de regímenes de tutela, el punto de partida del presente análisis ha de ser necesariamente el Derecho concursal, por ser este la rama del ordenamiento jurídico que sienta los principios rectores para la ordenada y equitativa liquidación de una entidad insolvente.

A pesar de las notables disparidades en términos institucionales, procesales y sustantivos entre el procedimiento de resolución bancaria y los procedimientos concursales convencionales, los principios rectores del régimen concursal (*v.gr.* el principio *pari passu* o la *par conditio creditorum*) informan igualmente el sistema de protección que rige en la legislación bancaria (Ellingsæter, 2022). Por este motivo, resulta particularmente interesante llevar a cabo un análisis preliminar de los principios generales del Derecho concursal y su interacción con la legislación bancaria, a la hora de aproximarse al régimen tuitivo aplicable a los procesos de resolución de instituciones financieras.

3.2.1. El orden de prelación vigente en Derecho concursal español

En sede de Derecho Concursal, la cuestión del orden de prelación y la prioridad crediticia se plantea cuando se evidencia que los activos corrientes y los ingresos futuros de una sociedad resultan insuficientes para cumplir puntual y regularmente con el pago de sus obligaciones exigibles. Es decir, cuando la sociedad se encuentra en estado de insolvencia²¹ (Ellingsæter, 2022; Veiga Copo, 2021).

En aras de la seguridad jurídica, surge la necesidad de establecer, *ex ante*, un régimen para la liquidación ordenada del patrimonio de estas sociedades en situación de desequilibrio. Este régimen debe definir de manera precisa un orden de satisfacción de créditos, al objeto de garantizar una distribución equitativa de la masa activa entre los distintos acreedores y demás *stakeholders*.

A tal propósito, los arts. 269 a 289 del Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal (en adelante, “**TRLC**”) introducen la clasificación de los créditos concursales vigente en Derecho español. De acuerdo con los mencionados preceptos, los créditos concursales, atendiendo al principio de la *par conditio creditorum*²², se clasifican en: (i) créditos privilegiados especiales (*cf.* art. 270 TRLC), si afectan a determinados bienes o derechos de la masa activa (*v.gr.* créditos hipotecarios, pignoratícios, anticréticos o refaccionarios); (ii) créditos con privilegio general (*cf.* art. 280 TRLC), como los créditos tributarios, de derecho público o laborales anteriores a la declaración de concurso; (iii) créditos subordinados (*cf.* art. 281 TRLC), tanto por razones objetivas, como los participativos contractualmente subordinados (*v.gr.* deuda

²¹ En Derecho concursal, la insolvencia se identifica con el desbalance patrimonial (esto es, un activo inferior al pasivo) de la sociedad y constituye el presupuesto objetivo del concurso de acreedores (*cf.* art. 2.3 TRLC) (Veiga Copo, 2021).

²² La *par conditio creditorum* propugna la necesaria igualdad de tratamiento entre los acreedores del deudor concursado. Sin embargo, esta igualdad se aplica entre créditos de igual naturaleza. Con base en este principio, se procede a la clasificación de los créditos, con el propósito de agrupar a los acreedores en función de cuál sea la naturaleza de su crédito, estableciendo así una prelación en los pagos conforme a la agrupación de créditos homogéneos y la protección específica que cada categoría requiera (Veiga Copo, 2021).

mezzanine), como por razones subjetivas; y (iv) créditos ordinarios, aquellos que "no tengan la consideración de créditos privilegiados o subordinados" (art. 269.3 TRLC) (Veiga Copo, 2021).

3.2.2. La absolute priority rule. Axioma de la legislación concursal occidental

El mencionado orden de prelación se sustenta en los principios de la *par conditio creditorum* y *pari passu*, garantizando un equilibrio entre la equidad general y la igualdad de tratamiento dentro de cada categoría específica de acreedores. La jerarquía entre acreedores y accionistas, por su parte, se formula a través de la prioridad absoluta (*absolute priority rule*), según la cual los acreedores deben tener siempre preferencia sobre los accionistas en la satisfacción de sus créditos (Paz y Eidenmüller, 2023). Elizabeth Warren (1991) encapsula la esencia de este principio de la siguiente manera:

"At the heart of corporate law is a fundamental ordering between the equity owners and the creditors: in the event of collapse, creditors will be paid in full before equity will receive any distribution from the company. That ordering is also a crucial part of the bankruptcy reorganization scheme, embedded in the so-called absolute priority rule which requires that superior classes (creditors) either be paid in full or consent to less than full payment before inferior classes (equity owners) receive any distribution on account of their ownership" (p. 9).

La prioridad absoluta preconiza así la necesidad de que, en caso de liquidación o reestructuración financiera, los créditos pertenecientes a una clase de acreedores de rango superior sean íntegramente satisfechos antes de que cualquier otra categoría de acreedores subordinada a la misma —incluidos los accionistas— pueda recibir cualquier activo en compensación de sus créditos (Baird, 2017; LII Cornell Law School, s.f.-b). De este modo, los accionistas, cuyo rango es inferior al de los acreedores ordinarios, no tendrán derecho a percibir ninguna compensación hasta que se hayan satisfecho previamente las obligaciones con todas las categorías de acreedores (Thomson Reuters, s.f.).

La regla de la prioridad absoluta encuentra su origen en el ordenamiento jurídico estadounidense. En particular, este principio se positiviza en el ordenamiento concursal en el *Chapter 11* del *United States Bankruptcy Code*²³. Este cuerpo legislativo es considerado el estándar normativo para los

²³ Sin embargo, este axioma es acuñado por la jurisprudencia del Tribunal Supremo de los EE. UU. (v.gr. *Case et al. v. Los Angeles Lumber Products Co., Limited*, 308 U.S. 106 (1939), *Louisville Trust Co. v. Louisville, N. A. & C. Ry. Co. et al.*, 174 U.S. 674 (1899) y *Northern Pacific Railway Co. v. Joseph H. Boyd*, 228 U.S. 482 (1912)) (Baird, 2017).

En este sentido, el Tribunal Supremo de los EE. UU., en *Case et al. v. Los Angeles Lumber Products Co.*, resume la jurisprudencia relevante, disponiendo lo siguiente: "17. In equity reorganization law the term 'fair and equitable' included, inter alia, the rules of law enunciated by this Court in the familiar cases of *Chicago, R.I. & P. Railroad Co. v. Howard*, (...); *Louisville Trust Co. v. Louisville, New Albany & Chicago Ry. Co.*, (...); *Northern Pacific Railway Co. v. Boyd*, (...); *Kansas City Terminal Ry. Co. v. Central Union Trust Co.*, (...). These cases dealt with the precedence to be accorded creditors over stockholders in reorganization plans. In *Louisville Trust Co. v. Louisville*, (...), this Court reaffirmed the 'familiar rule' that 'the stockholder's interest in the property is subordinate to the rights of creditors. First, of secured, and then of unsecured, creditors.' And it went on to say that 'any arrangement of the parties by which the subordinate rights and interests of the stockholders are attempted to be secured at the expense of the prior rights of either class of creditors comes within judicial denunciation.' (...). This doctrine is the 'fixed principle' according to which *Northern Pacific Railway Co. v. Boyd*, supra, decided that the character of reorganization plans was to be evaluated.

regímenes de reorganización concursal en jurisdicciones occidentales, de modo que el axioma de la prioridad absoluta se ha reproducido en la mayoría de los ordenamientos como principio rector del procedimiento concursal (Paz y Eidenmüller, 2023; Baird, 2017).

En el ámbito europeo, la regla de prioridad absoluta asume una posición preminente no solo en el Derecho concursal, sino también en otros regímenes paraconcursales, tales como el bancario (*vid. infra*) o el de reestructuración forzosa. La aplicación de este principio en diferentes ámbitos subraya su relevancia para asegurar una liquidación ordenada²⁴.

3.2.3. La absolute priority rule en la teoría económica. Función y fundamento

Más allá de su relevancia en el ámbito del Derecho concursal, el archicitado axioma de la prioridad absoluta también influye en las dinámicas de los mercados financieros e inspira la estructuración de cualquier instrumento de renta fija, con las consiguientes implicaciones en términos de valoración.

En la teoría económica, como describieron pioneramente Black y Scholes (1973), Merton (1973), Jensen y Meckling (1976) y Schwartz (1998), la valoración financiera se asienta en la premisa básica de que los accionistas, en su calidad de partícipes en el capital social, deben asumir en mayor proporción el riesgo inherente a la actividad empresarial, mientras que los acreedores, cuya relación con la sociedad es de naturaleza contractual y predeterminada²⁵, deben estar protegidos en mayor grado (Kanda, 1992; Devriese et al., 2004).

El método de valoración se articula en base a una distribución equitativa de riesgos y retornos: los activos de renta fija ofrecen un retorno predecible y constante, acordado en el momento de emisión, lo cual se traduce en una menor exposición al riesgo y, en consecuencia, un retorno esperado generalmente inferior al de los activos de renta variable.

En términos de riesgo, los acreedores tienen preferencia en la liquidación (*liquidation preference*), por lo que gozan de la máxima protección en escenarios adversos, pero no participan en las ganancias más allá del retorno contractualmente predefinido (Devriese et al., 2004). En cambio, los accionistas

(...). *In either event it was a right of property out of which the creditors were entitled to be paid before the stockholders could retain it for any purpose whatever.* (...). *On the reaffirmation of this 'fixed principle' of reorganization law in Kansas City Terminal Ry. Co. v. Central Union Trust Co., supra, it was said that 'to the extent of their debts creditors are entitled to priority over stockholders against all the property of an insolvent corporation.'* (...).

²⁴ No obstante, cabe destacar también que la prioridad absoluta ha sido objeto de revisión por parte de la doctrina, introduciéndose alternativas con el propósito de superar las ineficiencias identificadas en el contexto preconcursal (Baird, 2017). En este sentido, la Directiva 2019/1023 (Directiva sobre reestructuración preventiva e insolvencia), ofrece a los EM la posibilidad de optar alternativamente entre dos normas de equidad (*fairness rules*): la regla de prioridad absoluta al estilo estadounidense o la regla de prioridad relativa de nueva concepción (Martínez Muñoz, 2022; Ballerini, 2020).

²⁵ A diferencia de los socios en una sociedad de capital, los obligacionistas no participan en la compleja relación socio-sociedad propia de la propiedad accionarial. En contraste con la sociatura, la cual implica una comunidad de fines, de medios y de riesgos, la relación del obligacionista es más limitada y definida, centrada principalmente en el derecho al pago de intereses y a la devolución del principal, sin participar en los riesgos inherentes al capital (León Sanz, 2011).

son titulares de un derecho residual sobre el patrimonio social (*residual claim*), dado que reciben la totalidad de los beneficios sociales una vez satisfechos los créditos de los acreedores. Los accionistas carecen así de protección en situaciones de insolvencia, pero participan plenamente en las eventuales ganancias sociales (*upside participation*) (Armour et al., 2017; Granato, 2017).

A efectos ilustrativos, la Figura 3 muestra el esquema tradicional de compensaciones de acreedores y accionistas (*shareholder-debtholder payoff*) en función del valor (V) de una sociedad apalancada.

En consonancia con lo anterior, la prioridad absoluta y la consecuente preferencia en la liquidación de los acreedores influye significativamente en la estructuración de cualquier clase de instrumento financiero, pues condiciona el riesgo inherente y el retorno esperado de los mismos. De este modo, los instrumentos se diseñan teniendo en cuenta este orden de prelación entre deuda y capital, asegurando así la confianza y la previsibilidad en el mercado financiero. Al entender y respetar este orden, los participantes del mercado pueden tomar decisiones de inversión más informadas y gestionar de manera efectiva sus expectativas de riesgo y retorno.

De hecho, en lo referente a la amortización de los CoCos de Credit Suisse, el mercado de bonos AT1 permaneció cerrado durante semanas y, cuando finalmente pudo reabrir gracias a las emisiones de entidades percibidas como especialmente seguras, lo hizo a precios sensiblemente superiores a los anteriores. Ello sugiere un cambio en la percepción del riesgo por parte de los inversores, que comenzaron a valorar los CoCos con un riesgo más próximo al de los instrumentos de capital que al de la renta fija tradicional. Este cambio indica una reevaluación del perfil de riesgo asociados a estos instrumentos financieros híbridos (Uría Fernández, 2023).

En definitiva, la regla de la prioridad absoluta y la consecuente preferencia de los acreedores influyen significativamente en la estructuración de cualquier tipología de instrumento financiero, pues condicionan el riesgo inherente y el retorno esperado asociado a cada categoría de activo. Los instrumentos se diseñan teniendo en cuenta esta jerarquía entre la deuda y el capital, garantizando así una valoración adecuada de los mismos en función de su perfil de riesgo.

3.3. El régimen de protección de los acreedores en el Derecho bancario europeo

Trasladando el análisis al ámbito del Derecho bancario, el régimen de protección introducido en la BRRD ha establecido una serie de principios y procedimientos con el objetivo de delimitar las competencias de las autoridades de resolución y proteger los intereses de los acreedores. Ello refleja un esfuerzo por armonizar las prácticas de resolución bancaria a nivel europeo, proporcionando un enfoque coherente y predecible al marco de resolución y recuperación (Madaus, 2014).

3.3.1. Principios de la resolución bancaria e interacción con la legislación concursal

En primer término, cabe destacar que el régimen de tutela de los derechos de los acreedores recogido en la BBRD se estructura nuevamente en torno a la regla de la prioridad absoluta (Paz y Eidenmüller, 2023). A este respecto, el Considerando 5 de la BRRD reza lo siguiente:

El régimen debe garantizar que los accionistas soporten en primer lugar las pérdidas y que los acreedores asuman las pérdidas después de los accionistas, siempre que ningún acreedor haya incurrido en pérdidas mayores de las que habría sufrido si la entidad hubiera sido liquidada con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios de conformidad con el principio de evitar perjuicios superiores a los acreedores.

En atención al precepto, la regla de la prioridad absoluta se combina con otro principio propio de la normativa bancaria: el denominado principio *no creditor worse off principle* (“NCWO”), positivizado en los arts. 34 y 74 BRRD.

De acuerdo con este principio, una condición esencial en el régimen y resolución bancaria es que ni los accionistas ni los acreedores afectados por la resolución incurran en pérdidas mayores a las que habrían experimentado si la entidad en cuestión hubiera sido liquidada bajo un procedimiento concursal ordinario (Pulgar Ezquerro, 2020). Por consiguiente, las medidas adoptadas en la resolución bancaria deben ser diseñadas de tal manera que minimicen los perjuicios financieros a los accionistas y acreedores, asegurando un trato equitativo y no más gravoso que el que habrían recibido en un procedimiento concursal (De Serière y Van der Houwen, 2016).

Inspirándose en ambos principios, el art. 34 BRRD positiviza los principios generales que deben regir la resolución bancaria (De Serière y Van der Houwen, 2016). En particular, el apartado 1, letra a), del citado precepto establece que “los Estados miembros se asegurarán de que, al aplicar los instrumentos y ejercer las competencias de resolución, las autoridades de resolución tomen todas las medidas oportunas para garantizar (...) que los accionistas de la entidad objeto de resolución asuman las primeras pérdidas”. Como consecuencia lógica de lo anterior, el citado precepto continúa disponiendo que se garantizará “que los acreedores de la entidad objeto de resolución asuman pérdidas después de los accionistas, de acuerdo con el orden de prelación de sus créditos en virtud de los procedimientos de insolvencia ordinarios, salvo que la presente Directiva establezca expresamente otra cosa” (art. 34.1 letra b) BRRD).

En atención a la literalidad del precepto, conviene destacar que, si bien la jerarquía entre la deuda y el capital permanece inalterada y las implicaciones de la prioridad absoluta en el orden de prelación entre acreedores y accionistas son análogas a las establecidas en la legislación concursal, el régimen de resolución bancaria articula la distribución de pérdidas entre los acreedores sin reproducir exactamente las reglas de prioridad de la legislación concursal ordinaria (*cf.* arts. 43 y ss. BRRD) (Ellingsæter, 2022; De Serière, V., & Van der Houwen, 2016).

Esta variación implica que, aunque los principios generales de prioridad se mantienen, el régimen de resolución adopta un orden de prioridad ligeramente diferenciado en la absorción de pérdidas, lo que refleja las complejidades en la estructuración del sector bancario (Ellingsæter, 2022). En particular, más allá de las excepciones sustantivas planteadas en la BRRD, las diferencias entre el orden de prelación concursal y el vigente en Derecho bancario obedecen a la existencia de categorías especiales de instrumentos financieros, como los instrumentos híbridos que componen los tramos de capital AT1 y T2. El tratamiento regulatorio diferenciado (como capital) de tales instrumentos justifica algunas de las desviaciones de las prácticas concursales ordinarias.

No obstante, esta divergencia entre ambos regímenes, aunque presente, es limitada, hasta el extremo de que las disposiciones de la BRRD remiten al orden de prelación previsto en los procedimientos de insolvencia nacionales.

3.3.2. El orden de prelación de los créditos en el procedimiento de insolvencia nacional

En línea con lo anterior, el Banco de España (s.f.-d), en cumplimiento del art. 8 del Reglamento de Ejecución (UE) 2021/763 de la Comisión, de 23 de abril de 2021, ha publicado una tabla detallada con el orden de prelación nacional en caso de insolvencia (véase la [Tabla 3](#)).

En lo que respecta a la jerarquía de los instrumentos de capital AT1 y T2, estos se sitúan inmediatamente después del capital CET1 en el orden de prelación nacional. De este modo, todos los créditos derivados de los instrumentos de capital AT1 y T2 serán posteriores en el orden de prelación al resto de créditos incluidos en el art. 281.1 del TRLC (*v.gr.* créditos subordinados y créditos ordinarios no preferentes) y serán satisfechos con posterioridad a estos (*cf.* DA 14.3.3º y DA 14.3.2º de la Ley 11/2015, y art. 281.1.2º del TRLC).

De este modo, la normativa bancaria europea, así como sus derivaciones en los ordenamientos nacionales de los EM, establece de manera taxativa que los instrumentos de capital CET1 deben ser los primeros en absorber las pérdidas. De acuerdo con esta jerarquía, únicamente después de que las posiciones accionariales hayan sido completamente liquidadas, se podrá proceder a la recapitalización interna por medio de la amortización y/o conversión del capital AT1.

Consecuentemente, en lo referente a la amortización de los CoCos de Credit Suisse, sería contrario a la legislación bancaria europea que una autoridad reguladora impusiese unilateralmente la amortización íntegra de instrumentos de capital de una entidad bancaria sin respetar rigurosamente la tradicional jerarquía de insolvencia (Albuerne, 2023). Es más, la adopción de medidas contrarias a las disposiciones de la BRRD por parte de alguna autoridad supervisora podría dar lugar a un procedimiento de infracción por incumplimiento del Derecho de la UE, de acuerdo con lo dispuesto en los arts. 258 a 260 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (“TFUE”).

3.3.3. El tratamiento de accionistas y acreedores en el proceso de recapitalización interna

La siguiente cuestión a considerar es el tratamiento específico que las autoridades de resolución deben dispensar a los accionistas y acreedores una vez que se activan los mecanismos de resolución bancaria por la vía de la recapitalización interna, de acuerdo con lo dispuesto en los arts. 44 y 47 de la BRRD, y/o se ha procedido a la amortización o conversión de instrumentos de capital, conforme al art. 59 BRRD²⁶.

En primer término, en cuanto al alcance de las medidas, el art. 48.1 BRRD, en relación con el art. 60.1 BRRD, dispone que, al aplicar el instrumento de recapitalización interna o la amortización y/o conversión, las autoridades ejercerán sus competencias de acuerdo con la siguiente secuencia:

- (i) Los elementos del capital CET1 se reducirán, en primer lugar, de forma proporcional a las pérdidas y hasta el límite de su capacidad y la autoridad de resolución adoptará una o ambas de las medidas previstas en el art. 47.1 BRRD respecto de los titulares de los instrumentos de capital CET1 (*vid. infra*).
- (ii) Únicamente en el caso de que la reducción efectuada del capital CET1 sea inferior a la suma de los importes a que se refiere el art. 47.3 BRRD, el principal de los instrumentos de capital AT1 se amortizará o convertirá en instrumentos de CET1, en la medida en que sea necesario para alcanzar los objetivos de resolución del art. 31 BRRD o hasta el límite de su capacidad, si el importe es inferior (*cf.* arts. 48.1, letra b) y 60.1, letra b) BRRD).
- (iii) Por último, únicamente en el caso de que la reducción total efectuada del primer tramo de capital (CET1+AT1) sea inferior a la suma de los importes a que se refiere el art. 47.3, BRRD, las autoridades reducirán el principal de los instrumentos de capital T2 y de la deuda subordinada y otros pasivos no clasificados como capital AT1 o T2, de acuerdo con la jerarquía de los derechos de crédito en los procedimientos de insolvencia ordinarios (*vid. supra; cfr.* 60.1, letra c) BRRD).

A este respecto, *ex* art. 48.2 BRRD, al ejercer las competencias de amortización o conversión, las autoridades asignarán las pérdidas de forma equitativa entre las acciones u otros instrumentos de capital y los pasivos admisibles del mismo rango reduciendo el importe principal de tales acciones u otros instrumentos de capital y pasivos admisibles en un grado proporcional a su valor.

²⁶ A modo de precisión, en el presente trabajo, la recapitalización interna y la amortización o conversión de instrumentos de capital se emplean en términos sinónimos, si bien es cierto que la BRRD regula ambos mecanismos de forma diferenciada. A este respecto, debe advertirse que el instrumento de recapitalización interna es uno de los instrumentos de resolución previstos en el art. 37 de la BRRD, mientras que la competencia para amortizar o convertir los instrumentos de capital pertinentes se puede ejercer independientemente de la medida de resolución o junto con la misma, cuando se cumplan las condiciones para la resolución previstas en los arts. 32 y 33 de la BRRD (*cf.* art. 37.2 o art. 59.1 BRRD). Esta diferenciación entre ambos mecanismos determina que el régimen de tutela expuesto resulta aplicable con independencia de la aplicación del instrumento de resolución.

De modo complementario, la EBA aprobó, de conformidad con el art. 47.6 BRRD, las Directrices EBA/GL/2017/04, sobre el tratamiento de los accionistas en la recapitalización interna o en la amortización y conversión de instrumentos de capital, de 11 de julio de 2017. Estas directrices resultan de interés por dos razones: en primer término, desde una perspectiva operativa, enfatizan y justifican la necesidad de respetar la jerarquía entre deuda y capital en el marco de un proceso de resolución bancaria; y, en segundo lugar, limitan el alcance de una eventual amortización y/o conversión de los instrumentos de capital pertinentes al nivel estrictamente necesario para cumplir con los objetivos de resolución de la BRRD (*cf.* art. 31 BRRD).

En lo que respecta a la primera cuestión, la fundamentación jurídica de las directrices se alinea con los principios que imperan en la liquidación concursal (*vid. supra*), como se desprende de la siguiente enunciación relativa a la racionalidad de las mismas:

Resolution authorities should not seek to impose losses on other creditors of the institution until shareholders have absorbed losses to the maximum possible extent. (...) Shareholders sit at the bottom of the insolvency creditor hierarchy and are therefore the first creditors to absorb losses on both a going-concern basis and in insolvency. This position should be reflected in resolution, where shareholders should also be the first to absorb losses and should do so before more senior creditors. (sec. 2 párr. 2)

En consonancia con lo anterior, la EBA apunta que amortizar instrumentos de acreedores con mayor rango, mientras los accionistas conservan algún valor, sería incompatible con la secuencia de amortización del art. 48, así como con el respeto de la jerarquía de acreedores en procedimientos de insolvencia que exigen los principios del art. 34 BRRD (*cf.* título II, sec. 1, párr. 1.7).

En cuanto a la segunda razón, las directrices especifican que el alcance de una amortización y/o conversión debe limitarse al nivel estrictamente necesario para cumplir con los objetivos de resolución establecidos en la BRRD. Es decir, las medidas adoptadas durante el proceso de resolución deben ser proporcionales y ajustadas, evitando intervenciones más allá de las estrictamente necesarias para restaurar la viabilidad y estabilidad de la entidad bancaria en crisis. De este modo, la activación de la herramienta de *bail-in* no implica necesariamente la cancelación íntegra del capital CET1, ni la amortización y/o conversión de los instrumentos de capital AT1 y T2 pertinentes (Albuérne, 2023)²⁷.

Por añadidura, más allá del alcance (total o parcial) de las medidas, la EBA, de conformidad con el art. 36, aptos. 4 y 8, BRRD, especifica las circunstancias concretas en las cuales, basándose en el valor neto de los activos de la entidad, resulta más apropiado cancelar o transmitir las acciones u otros instrumentos de capital a los acreedores objeto de recapitalización interna (véase la [Tabla 4](#)). Además,

²⁷ Ello contrasta con la amortización de los instrumentos de capital AT1 de Credit Suisse, que, por previsión contractual, abarcó la totalidad del principal de los instrumentos de capital AT1 (*vid. supra*).

se contempla la dilución de la participación de los accionistas como resultado de la conversión de los instrumentos de capital AT1 y T2 (*cf.* sec. 1, párr. 1).

Igualmente, en determinadas circunstancias, la competencia de amortizar o convertir instrumentos de capital contemplada en el art. 59 BRRD (comúnmente conocida como "*PONV power*"), puede ejercerse sin necesidad de iniciar un proceso de resolución (Albuerne, 2023). El alcance de la amortización o conversión debe ser el importe necesario para alcanzar los objetivos de la resolución, evaluados a la luz del art. 60.1, letras b) y c), BRRD (*cf.* párr. 1.17). Este "importe necesario" podría incluso ser cero, por ejemplo, si el art. 59 BRRD se activa debido a la concesión de una ayuda financiera pública extraordinaria, incluyendo cuando un banco central proporciona ELA con garantía de impago, a una entidad que cuenta con un nivel adecuado de capitalización y no se considera inviable ni existe probabilidad de que lo sea de acuerdo con el art. 32 BRRD (Albuerne, 2023).

En conclusión, las medidas de amortización o conversión deben limitarse, en todo caso, al importe estrictamente necesario para cumplir con los objetivos de resolución de manera proporcional, evitando intervenciones más allá de las estrictamente necesarias para restaurar la viabilidad de la entidad bancaria en dificultades.

3.4. Estudio comparado del régimen de protección vigente en Derecho bancario suizo

La regulación bancaria europea, según lo expuesto, establece un régimen de protección coherente y transparente en favor de los titulares de los distintos instrumentos de capital y otros pasivos admisibles. Desde una perspectiva teórica, la hipotética aplicación de estos mecanismos de tutela conduciría a la conclusión de que la decisión de las autoridades suizas de ordenar la amortización de los CoCos de Credit Suisse estaría en directa contradicción con los principios y el orden de prelación entre deuda y capital vigentes en el Derecho bancario europeo.

Sin embargo, lo mismo podría haberse argumentado respecto de la aplicación teórica de los mecanismos de protección vigentes en la legislación bancaria suiza, en tanto, *prima facie*, el régimen suizo de resolución bancaria es comparable, en cuanto a su estructura y principios rectores, al dispuesto en la BRRD para la UE (Paz y Eidenmüller, 2023; Wiederkehr, 2020; Lanz y Favre, 2012).

A los efectos pertinentes, la normativa bancaria suiza en materia de protección de acreedores y amortización y/o conversión de instrumentos de capital, recogida en la Ley Federal de Bancos y Cajas de Ahorro, de 8 de noviembre de 1934 ("**BankG**") y en la Ordenanza de Insolvencia Bancaria de la FINMA, de 30 de agosto de 2012 ("**BIV-FINMA**") (véase [Tabla 5](#)), introduce un orden de prelación análogo al vigente en la BRRD, si bien modula en cierta medida los principios rectores del régimen de tutela (*v.gr.* la regla de la prioridad absoluta y el NCWO).

En lo que respecta al orden de prelación, de acuerdo con lo establecido en el art. 30b.5 BankG y los arts. 47 y 48 BIV-FINMA, los intereses de los acreedores deben tener prioridad sobre los intereses de los accionistas. De este modo, en términos análogos a lo dispuesto en el art. 48 de la BRRD, se exige que, con anterioridad a cualquier conversión de instrumentos de deuda en fondos propios, las posiciones accionariales sean íntegramente liquidadas (IMF, 2019).

No obstante, la normativa suiza también introduce un marcado componente de discrecionalidad en la (in)aplicación de estos mecanismos:

- (i) En cuanto a la prioridad absoluta, el art. art. 30b.6 BankG habilita al Consejo Federal para “designar instrumentos de deuda que, contrariamente al apartado 5, letra b, se reduzcan antes de una reducción completa del capital social” (versión traducida).
- (ii) En lo concerniente al principio NCWO, el art. 30c.1 BankG establece que el plan de reestructuración “debe, previsiblemente (énfasis añadido), no situar a los acreedores en una posición económica peor que la que resultaría de la apertura inmediata de un concurso de acreedores bancarios”. Ahora bien, de acuerdo con el art. 31.3 BankG, “la FINMA puede aprobar el plan de saneamiento (...) incluso si este resulta en una posición económica más desfavorable para los acreedores, en contraposición a lo establecido en el artículo 30c” (versión traducida).

Consecuentemente, si bien la normativa suiza reproduce los principios rectores y el orden de prelación entre deuda y capital vigentes en el Derecho bancario europeo, también otorga a las autoridades de resolución un importante margen de apreciación para maniobrar en situaciones de tumulto financiero. Esta flexibilización puede conducir a una relajación de las medidas y estándares de protección existentes en el régimen de resolución bancaria.

En efecto, respecto de la amortización del tramo de capital AT1 de Credit Suisse, la FINMA, aprovechando el margen de discrecionalidad que se le otorga en la aplicación del régimen de resolución, directamente optó por no aplicar la herramienta de resolución bancaria y articular un rescate *ad hoc* en el cual se acometía la controvertida amortización de los CoCos, obviando las cautelas previstas en favor de los acreedores.

3.5. Consideraciones finales. La autonomía de las medidas de protección en la BRRD

La cuestión que se plantea en este punto es si, al amparo de la normativa bancaria europea, las autoridades de resolución disponen de un grado de discrecionalidad similar al observado en la legislación helvética cuando se trata de activar el mecanismo de recapitalización interna y/o la amortización o conversión de instrumentos de capital; y cómo tal discrecionalidad podría afectar a los mecanismos de protección previstos en la norma.

En sede de Derecho europeo, *prima facie*, la activación del instrumento de resolución también presenta un cierto componente de discrecionalidad en favor de las autoridades de resolución, al estipularse en el art. 32.1 BRRD que "los Estados miembros velarán por que las autoridades de resolución emprendan acciones de resolución" cuando se haya determinado "que la entidad es inviable o exista la probabilidad de que vaya a serlo". Este presupuesto es comúnmente conocido como *failing or likely to fail* ("FOLTF") y precisa para su apreciación que se determine que la entidad ha alcanzado el "punto de no viabilidad" ("PONV"). Es este hito el que determina la activación del régimen de resolución (Pulgar Ezquerro, 2019).

De esta forma, la determinación del PONV se presenta, *ab initio*, como una cuestión compleja de asertar, lo cual se puede atribuir a la intención deliberada del legislador de conceder a la autoridad supervisora un suficiente margen de discreción para actuar en contextos de incertidumbre. No obstante, en un acto de ponderación entre la seguridad jurídica y la igualmente necesaria discrecionalidad de las autoridades, el legislador europeo ha implementado criterios de naturaleza objetiva a la hora de delimitar el concepto jurídico de "entidad inviable" (*cf.* arts. 32.4 BRRD).

En consonancia con lo anterior, el art. 59 BRRD, al regular las circunstancias en las cuales las autoridades de resolución tienen la "obligación (énfasis añadido) de amortizar o convertir los instrumentos de capital", establece que la competencia para amortizar o convertir podrá ser ejercida independientemente de la medida de resolución, o junto con la misma, cuando se cumplan las condiciones de resolución de los arts. 32 y 33 BRRD. De acuerdo con art. 59.3, letras a), b) y e) BRRD, los EM exigirán que las autoridades competentes ejerzan sin demora la competencia de amortización o de conversión cuando, *inter alia*, (i) se haya determinado que se han respetado las condiciones de resolución especificadas en los arts. 32 y 33; (ii) la autoridad compruebe que, a no ser que se ejerza la competencia en relación con los instrumentos de capital pertinentes, la entidad dejará de ser viable; y (iii) la entidad necesite ayuda financiera pública extraordinaria, excepto en cualquiera de las circunstancias indicadas en el art. 32.4 4, letra d), BRRD.

En relación con la amortización del tramo AT1 de Credit Suisse, el préstamo extraordinario concedido por el Banco Nacional Suizo constituiría un supuesto de ayuda financiera pública extraordinaria en los términos del art. 2.1(28) BRRD y, por ende, posibilitaría la amortización y/o conversión de instrumentos de capital, de acuerdo con lo dispuesto en los arts. 32.4, letra d), y 59.3, letra e), BRRD (Albuerno, 2023).

No obstante, lo determinante en este punto es que, a diferencia de lo que sucede en la legislación suiza, el Derecho bancario europeo no excepciona ni modula la vigencia de los principios rectores del régimen de tutela (*vid. supra*), ni condiciona la activación de las medidas de protección a la incoación de un proceso formal de resolución. Al contrario, la BRRD regula los diferentes

instrumentos de resolución de manera independiente al mecanismo de amortización y conversión, asegurando que la no activación de tales instrumentos (*v.gr.* la recapitalización interna) no exima del cumplimiento de las cautelas previstas en relación con la amortización o conversión de los instrumentos de capital.

En consecuencia, si bien conforme al Derecho bancario europeo una situación como la que afrontó Credit Suisse también habría desencadenado con alta probabilidad una resolución bancaria por vía de recapitalización interna, o la amortización o conversión del tramo de capital AT1, el régimen de resolución vigente en la UE habría implicado una serie de salvaguardias diferentes en favor de los acreedores y habría conducido a una resolución menos controvertida (Stuart, 2023a; Albuérne, 2023).

Mientras que la normativa suiza permitió una intervención discrecional que culminó en la polémica amortización de los CoCos, la BRRD parece ofrecer un sistema de tutela más predecible y transparente, aunque no exento de un cierto grado de discrecionalidad, destinado a salvaguardar los intereses de los acreedores de manera menos condicionada.

Por último, el citado equilibrio entre discrecionalidad y seguridad jurídica resulta especialmente importante desde un punto de vista prudencial. En este ámbito, los reguladores europeos tienden a adoptar medidas enfocadas a minimizar el riesgo sistémico y preservar la seguridad jurídica, evitando desviaciones de las políticas previamente establecidas. Una decisión que contravenga la normativa bancaria y los compromisos de las autoridades reguladoras podría desencadenar graves repercusiones sistémicas y generar una importante inseguridad jurídica.

Consecuentemente, es probable que las autoridades hubiesen explorado soluciones alternativas para gestionar la situación de Credit Suisse, priorizando la preservación de la estabilidad del sistema bancario y el respeto al orden de prelación tradicional de los créditos en conformidad con la legislación aplicable en materia de resolución bancaria y concursal, tal y como anunciaron el BCE, el Banco de Inglaterra y la Autoridad Monetaria de Singapur (Stuart, 2023a; Martino y Vos, 2023).

4. REFLEXIONES FINALES. LECCIONES DE LA CAÍDA DE CREDIT SUISSE PARA EL FUTURO DE LA REGULACIÓN FINANCIERA

4.1. Implicaciones de la caída de Credit Suisse en el régimen de resolución bancaria

El controvertido asunto de Credit Suisse resulta de particular interés no sólo por la aparente inobservancia del orden de prelación entre deuda y capital, que permitió imponer pérdidas a los acreedores antes que a los accionistas del banco, sino también, de manera más general, por la falta de aplicación del régimen de resolución bancaria, aun cuando en la entidad concurrían los presupuestos necesarios para apreciar la no viabilidad de la entidad (Paz y Eidenmüller, 2023; Stuart, 2023a).

Ante la amenaza de una nueva crisis sistémica, las autoridades suizas determinaron que el régimen de resolución vigente no sería efectivo para abordar la situación de Credit Suisse y concluyeron que existía “una alternativa con riesgos económicos y financieros significativamente menores”, al margen del marco normativo aplicable a la resolución bancaria (FDF, 2023).

Este incidente, lejos de ser un episodio aislado (Uría Fernández, 2023), invita a una breve reflexión sobre la efectividad y la aplicación del régimen de resolución bancaria, especialmente ante situaciones que amenazan con desencadenar crisis sistémicas.

En primer término, cabe destacar que, pese a la controversia, el hecho de que no se optara por la resolución en el caso de Credit Suisse no significa que la planificación de la resolución hubiera fracasado. De hecho, las autoridades nacionales y extranjeras implicadas subrayan que la recapitalización interna habría sido posible en principio. En última instancia, la autoridad suiza determinó que el rescate *ad hoc* con la fusión con UBS simplemente entrañaba un menor riesgo a corto plazo y, por tanto, era preferible (Lengwiler y Weder Di Mauro).

No obstante, esta preferencia por soluciones menos arriesgadas en términos de ejecución también debe ponderarse con la necesidad de preservar la integridad y la coherencia del sistema regulatorio. La decisión de las autoridades suizas de optar por una solución alternativa a la resolución bancaria resalta la tensión entre los mecanismos normativos preestablecidos y las respuestas *ad hoc* a situaciones de emergencia. En particular, la elección de una ruta alternativa, fuera del marco de resolución bancaria, refleja una preferencia por soluciones que, si bien pueden parecer menos arriesgadas en el corto plazo, representan un desafío significativo desde el punto de vista prudencial (Stuart, 2023a; Martino y Vos, 2023).

La infrecuente aplicación de este mecanismo²⁸, incluso ante escenarios que parecieran reunir los criterios para su activación, revela una reticencia hacia la resolución formal y suscita debates sobre la flexibilidad y adaptabilidad de las normativas frente a crisis bancarias. Esta resistencia a emplear el régimen de resolución, prefiriendo intervenciones nacionales o rescates *ad hoc*, puede interpretarse como un indicativo de la necesidad de revisar y potencialmente reforzar el marco regulatorio para asegurar que sea tanto efectivo como aplicable en la práctica.

4.2. Expectativas en el sistema bancario. Problemas de arbitraje regulatorio

A modo de reflexión final, la decisión de la FINMA de optar por una solución alternativa a la resolución bancaria podría sentar un precedente preocupante y exacerbar el arbitraje regulatorio entre

²⁸ Credit Suisse no constituye el primer incidente en el que se observa una respuesta atípica frente a la normativa de resolución bancaria europea, exacerbando su incertidumbre acerca de su efectividad. Es pertinente recordar que, en la Eurozona, únicamente se ha recurrido en dos ocasiones al procedimiento resolución bancaria formal (siendo una de ellas el caso del Banco Popular). En contraste, otras crisis bancarias, como las experimentadas por determinadas entidades bancarias regionales italianas, fueron resueltas a través de procedimientos puramente nacionales (Uría Fernández, 2023).

la Unión Europea y Suiza. El arbitraje regulatorio (*regulatory arbitrage*) refiere a la práctica de las instituciones financieras de buscar jurisdicciones con regulaciones menos estrictas o más favorables para evadir los controles impuestos en determinados ordenamientos (Henkel y Kaal, 2012; Reinhardt y Sowerbutts, 2015).

El arbitraje regulatorio constituye una amenaza significativa, en tanto permite a las instituciones financieras eludir las salvaguardas diseñadas para preservar la integridad del sistema financiero, socavando los esfuerzos de regulación y supervisión implementados. De hecho, en el ámbito de la UE, el arbitraje regulatorio fue identificado *ab initio* como una de las principales problemáticas a abordar para asegurar la efectividad del marco regulatorio bancario. A efectos de reducir el arbitraje entre jurisdicciones, la Unión ha procedido a la armonización progresiva de la normativa bancaria (Henkel y Kaal, 2012). A nivel internacional, Basilea III también ha contribuido significativamente a reducir las posibilidades de arbitraje regulatorio (Nouy, 2017; Roldán Alegre, 2019).

No obstante, la reciente decisión unilateral de las autoridades suizas podría ser interpretada por el mercado y por otras jurisdicciones como una flexibilización de las expectativas regulatorias en momentos de tumulto financiero. Esta percepción podría, a su vez, revitalizar el riesgo moral que las reformas poscrisis buscaban mitigar (*vid. supra*), creando incentivos para las entidades bancarias de asumir riesgos excesivos bajo la expectativa de que serán rescatadas con fondos del contribuyente.

En este panorama de impunidad, las entidades financieras podrían comenzar a reconfigurar sus estructuras de capital, adaptándolas para aprovechar las diferencias regulatorias percibidas como menos estrictas o más favorables, debilitando los esfuerzos de las autoridades por asegurar la estabilidad financiera y proteger a los acreedores y a los accionistas de manera equitativa.

Por último, otra consecuencia mediata de este curso de acción es la reevaluación del riesgo asociado a los activos financieros suizos. Específicamente, los CoCos y otros instrumentos de deuda podrían empezar a ser percibidos como más arriesgados, en tanto se ha puesto en evidencia que, de cara a futuras crisis, los acreedores podrían enfrentar pérdidas incluso antes que los accionistas.

Esta percepción de mayor riesgo podría reflejarse en una mayor apreciación de los CoCos emitidos por bancos suizos, potencialmente elevando el coste de capital y afectando a las condiciones de financiación de estas instituciones (Reinhardt & Sowerbutts, 2015). Tal situación podría dificultar a los bancos suizos la captación de capital necesario para cumplir con las exigencias de Basilea III, especialmente aquellas relacionadas con los ratios de capital y liquidez. Un mayor coste de financiación no solo afectaría la competitividad de los bancos suizos a nivel internacional, sino que también podría presionar a las autoridades suizas a revisar su enfoque regulatorio para asegurar que sus instituciones financieras no se encuentren en desventaja.

CONCLUSIONES

El análisis del régimen jurídico de los CoCos y de las implicaciones jurídicas y económicas de la controvertida amortización de los instrumentos de capital AT1 de Credit Suisse, permiten concluir que el régimen de tutela de los acreedores vigente en Derecho bancario europeo no habría permitido una decisión similar a la adoptada por las autoridades suizas. La inobservancia del orden de prelación entre deuda y capital, que permitió imponer pérdidas a los acreedores antes que a los accionistas del banco, no solo sería improbable, sino que estaría en directa contradicción con el ordenamiento bancario europeo.

La regulación bancaria europea, según lo expuesto, establece un régimen de protección coherente e indisponible en favor de los titulares de los distintos instrumentos de capital y otros pasivos admisibles. Este sistema tuitivo introducido por la BRRD se articula a través de una serie de principios generales, análogos a los principios rectores del Derecho concursal, y establece una secuencia claramente definida para la amortización y/o conversión de los instrumentos de capital pertinentes.

En este ámbito, son varios los argumentos que permiten afirmar que la solución adoptada por la FINMA no representaría una opción viable para los reguladores europeos:

En primer lugar, al amparo de los arts. 34, 48 y 60 BRRD, las autoridades supervisoras deberán ejercer su competencia para amortizar o convertir los instrumentos de capital pertinentes “*de acuerdo con la prioridad de los créditos con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios*”. A este respecto, la jerarquía entre capital y deuda vigente en Derecho europeo, así como sus derivaciones en los ordenamientos nacionales, establece de manera taxativa que los instrumentos de capital ordinario CET1 deben ser los primeros en absorber las pérdidas.

De acuerdo con este orden de prelación, únicamente después de que las posiciones accionariales hayan sido completamente liquidadas se podrá proceder a la recapitalización interna por medio de la amortización y/o conversión del capital AT1. De esta forma, sería contrario a la legislación bancaria que una autoridad de supervisión impusiese unilateralmente la amortización de instrumentos de capital de una entidad bancaria sin respetar rigurosamente la tradicional jerarquía de insolvencia.

Es más, la adopción de medidas contrarias al orden de prelación de créditos dispuesto en las directivas europeas podría dar lugar a un procedimiento de infracción por incumplimiento del Derecho de la UE *ex* arts. 258 a 260 TFUE.

En segundo término, en cuanto al tratamiento de los accionistas y acreedores en el proceso de recapitalización interna y el alcance de la amortización o conversión de los instrumentos de capital, la activación de la herramienta de recapitalización interna no implica necesariamente la amortización y/o conversión íntegra de los instrumentos de capital AT1. Las medidas de amortización o conversión

deben limitarse al importe estrictamente necesario para cumplir con los objetivos de resolución de manera proporcional, evitando intervenciones más allá de las estrictamente necesarias para restaurar la viabilidad de la entidad bancaria en dificultades.

En cuanto al carácter dispositivo del régimen de protección, a diferencia de lo que sucede en la legislación suiza, el Derecho bancario europeo no excepciona ni modula la vigencia de los principios rectores de tutela, como son la regla de la prioridad absoluta y el principio NCWO. Al contrario, la BRRD regula los diferentes instrumentos de resolución de manera independiente al mecanismo de amortización y conversión de instrumentos de capital, al objeto de no condicionar su aplicación.

Por último, desde el punto de vista prudencial, los reguladores europeos tienden a adoptar medidas enfocadas a minimizar el riesgo sistémico y preservar la seguridad jurídica, evitando desviaciones de las políticas previamente establecidas. Por lo tanto, es probable que las autoridades hubiesen explorado soluciones alternativas para gestionar la situación de Credit Suisse, priorizando la preservación de la estabilidad del sistema bancario y el respeto al orden de prelación tradicional de los créditos en conformidad con la normativa aplicable en materia de resolución bancaria y concursal.

En definitiva, si bien conforme al Derecho bancario europeo, una situación como la que afrontó Credit Suisse también habría desencadenado con alta probabilidad una resolución bancaria por vía de recapitalización interna, o la amortización o conversión del tramo de capital AT1, el régimen de resolución vigente en la UE habría implicado una serie de salvaguardias diferentes en favor de los acreedores y habría conducido a una resolución menos controvertida.

A modo de reflexión final, el episodio de Credit Suisse también pone de manifiesto la tensión patente entre la necesaria flexibilidad regulatoria ante crisis bancarias y la imperiosa necesidad de adherirse a los principios normativos preestablecidos para preservar la integridad del sistema financiero. La elección de una solución alternativa *ad hoc* a la resolución bancaria, al margen del marco normativo aplicable, suscita cuestiones sobre la efectividad y la aplicación del régimen de resolución, especialmente ante situaciones que amenazan con desencadenar crisis sistémicas.

Ante la divergencia entre la normativa suiza y la europea, también se plantean interrogantes sobre un potencial riesgo de arbitraje regulatorio y las implicaciones de adoptar soluciones *ad hoc*, las cuales, aunque puedan parecer menos arriesgadas en el corto plazo, representan un desafío significativo desde el punto de vista prudencial. Esto subraya la necesidad de una regulación que equilibre la rigidez requerida para garantizar la equidad y protección de todos los participantes del sistema financiero, con la flexibilidad necesaria para adaptarse a situaciones de turbulencia financiera.

En el largo plazo, la respuesta de Suiza al desafío de Credit Suisse plantea interrogantes sobre el equilibrio entre la soberanía nacional en la regulación financiera y los esfuerzos de armonización internacional. La eficacia de los marcos regulatorios internacionales, como Basilea III, depende en gran medida de su adopción y aplicación coherente y uniforme. Desviaciones significativas en la práctica, especialmente por parte de centros financieros importantes como Suiza, podrían comprometer la integridad de estos esfuerzos y, en última instancia, la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Este episodio, en definitiva, pone de relieve la necesidad de una mayor coordinación y armonización regulatoria a nivel internacional, para garantizar que las respuestas a las crisis bancarias sean tanto efectivas y prácticas como alineadas con los principios de seguridad jurídicas y estabilidad financiera.

BIBLIOGRAFÍA

1. DE LA INTRODUCCIÓN Y DEL CAPÍTULO PRIMERO

1.1. Obras doctrinales

1.1.1. Libros

Uría Fernández, F. (2023). Regulación y crisis bancarias recientes: Reflexiones y retos futuros (1ª ed.). La Ley.

1.1.2. Capítulos de libro

Armour, J., Hertig, G., & Kanda, H. (2017). Chapter 5. Transactions with Creditors. En R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, M. Pargendler, W.-G. Ringe, & E. Rock (Eds.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3rd ed.) (pp. 109-148). Oxford University Press.

Fernández del Pozo, L. (2015). Las obligaciones convertibles y la defensa de la integridad del capital social. En Rojo Fernández Río, Á.J. (Coord.), Campuzano Laguillo, A.B. (Coord.), & Beltrán Sánchez, E.M. (Hom.), *Estudios jurídicos en memoria del profesor Emilio Beltrán. Liber amicorum*. T. I (pp. 335-387). Madrid: Tirant lo Blanch.

Flannery, M. J. (2002). No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline Via 'Reverse Convertible Debentures'. En H. S. Scott (Ed.), *Capital Adequacy Beyond Basel: Banking, Securities, and Insurance* (pp. 171-195). Oxford University Press.

García de Enterría, J. (2011). Título XI Capítulo III. Obligaciones convertibles [Arts. 414 a 418]. En Á. J. Rojo Fernández Río & E. M. Beltrán Sánchez (Coords.), Aparicio González, M. L., Ávila de la Torre, A., Bataller Grau, J., Esteban Ramos, L. M., & Sánchez Pachón, L. Á., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital. Tomo II* (pp. 2830-2858). Thomson Reuters-Civitas.

García de Enterría, J., & Iglesias Prada, J. L. (2020). Las sociedades de capital. Las acciones y las participaciones sociales. Las obligaciones (II). En A. Menéndez, & Á. Rojo (Coords.), *Lecciones de derecho mercantil: Volumen I* (18ª ed., pp. 509-524). Editorial Thomson Reuters-Civitas.

Guinot Barona, M. (2015). Tipología de obligaciones y otros títulos de deuda. Obligaciones convertibles y subordinadas. CoCos. Pagarés de empresas. En C. Albiñana García-Quintana, M. Á. Agúndez & J. Martínez-Simancas Sánchez (Eds.), *Cuadernos de derecho para ingenieros: Manual jurídico del mercado bancario. Los objetos habituales*, 31(1), pp-149-166. La Ley.

Montero García-Noblejas, M. del P. (2019). Obligaciones convertibles. En F. Rodríguez Artigas, L. Fernández de la Gándara, J. Quijano González, A. Alonso Ureba, L. A. Velasco San Pedro, G.

Esteban Velasco & A. Roncero Sánchez (Dir./Coord.), *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*. Tomo II (pp. 265-294). Thomson Reuters Aranzadi.

Pulgar Ezquerro, J. (2017). Financiación de empresas: emisión de obligaciones y obligacionistas. En J. Juste Mencía & C. Espín Gutiérrez (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco* (Vol. 2, Tomo 2, pp. 793-834). Thomson Reuters Aranzadi.

Uría Fernández, F. (2023). IV.6. Los «Idus» de Marzo. En *Regulación y crisis bancarias recientes: Reflexiones y retos futuros* (1ª ed.) (pp. 1-29). La Ley.

Uría, R., Menéndez, A., & García de Enterría, J. (2006). La sociedad anónima. Las obligaciones. En M. L. Aparicio González, R. Uría, & A. Menéndez Menéndez (Coords.), *Curso de derecho mercantil: Empresario, establecimiento mercantil y actividad empresarial. Derecho de la competencia y de la propiedad industrial e intelectual. Derecho de sociedades* (2ª ed., Vol. 1, pp. 1063-1088). Editorial Civitas.

Vives Ruiz, F., & López-Jorrín, Á. (2014). Emisión de instrumentos perpetuos eventualmente convertibles (cocos) por entidades financieras españolas. En R. Sebastián Quetglas (Coord.), *Práctica Mercantil para Abogados. Los casos más relevantes en 2013 de los grandes Despachos*, pp. 315-336. Wolters Kluwer.

1.1.3. Artículos de revista

Albuérne, C. (2023). The European BRRD vs. Credit Suisse case. *International Financial Law Review*, s.p.. IFLR. Disponible en: <https://www.iflr.com/article/2bgfp09u7hh2cro30dszk/the-european-brrd-vs-credit-suisse-case>.

Bolton, P., Kartasheva, A. V., & Jiang, W. (2023). The Credit Suisse CoCo wipeout: Facts, misperceptions, and lessons for financial regulation. *Journal of Applied Corporate Finance*, 35(2), (pp. 66-74). En *Swiss Finance Institute Research Paper* No. 23-32. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/jacf.12553>.

Castellares Aguilar, R. (2000). La emisión de obligaciones en la ley general de sociedades. *Themis Revista De Derecho*, (40), pp. 137-142. Disponible en: <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/10161>.

Devriese, J., Dewatripont, M., Heremans, D., & Nguyen, G. (2004). Corporate governance, regulation and supervision of banks. *Financial Stability Review*, 2(1), pp. 95-120. Disponible en: https://www.nbb.be/doc/oc/repec/fsrart/fsr_2004_en_95_120.pdf.

- Eisenbeis, R. A. (2019). Bailouts, Capital, or CoCos: Can Contingent Convertible Bonds Help Banks Cope with Financial Stress? *Cato Institute Policy Analysis*, 877, pp. 1-6. Disponible en: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/pubs/pdf/pa877.pdf>.
- Fuentes, I., & Casado, J. C. (2017). Bonos convertibles contingentes y deuda subordinada de las entidades de crédito de la UEM. *Boletín Económico del Banco de España*, 4/2017, pp.1-9. Disponible en: <https://www.bde.es/InformesBoletinesRevistas/1704-art35.pdf>.
- Gollier, C. (2007). The determinants of the insurance demand by firms. *Institut d'Économie Industrielle IDEI Working Paper*, 468, pp. 1-25. Disponible en: <https://www.tse-fr.eu/publications/determinants-insurance-demand-firms>.
- Henkel, C., & Kaal, W. A. (2012). Contingent Capital in European Union Bank Restructuring. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 32, pp. 191-262; U of St. Thomas Legal Studies Research Paper No. 12-16, Mississippi College School of Law Research Paper No. 2013-02. Disponible en: <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi>.
- León Sanz, F. J. (2011). Las obligaciones. *Revista de Derecho de Sociedades*, (36), pp. 229-238.
- Paz Valbuena, J., Eidenmüller, H. (2023). Bailout Blues: The Write-Down of the AT1 Bonds in the Credit Suisse Bailout. *European Business Organization Law Review. Law Working Paper No. 705/2023*, pp. 1-11. Disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4431170>.
- Squire, R. (2020). Distress-Triggered Liabilities and the Agency Costs of Debt. En B. Adler (Ed.), *Research Handbook on Corporate Bankruptcy Law*. Edward Elgar Publishing. *Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 3015977*, pp. 1-47. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3015977.

1.2 Otros recursos de internet

- Castillo Badal, R., & Raquero Ibáñez, J.L. (s.f.) Diccionario Económico. Valores Mobiliarios, s.p.. Disponible en <https://www.expansion.com/diccionario-economico/valores-mobiliarios.html>.
- Credit Suisse (2023). Credit Suisse and UBS to Merge: Ad hoc announcement pursuant to Art. 53 LR. Zurich. Recuperado el 30 de julio de 2023 de <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/media-releases/credit-suisse-and-ubs-to-merge-2023.html>.
- Illien, N. (2023). *UBS completes Credit Suisse takeover to become wealth management behemoth*. Reuters. Recuperado el 4 de agosto de 2023 de <https://www.reuters.com/markets/ubs-completes-swiss-mega-merger-gains-clout-global-wealth/>.

- Lengwiler, Y., & Weder Di Mauro, B. (2023). Global lessons from the demise of Credit Suisse. *Centre for Economic Policy Research*. Recuperado el 15 de marzo de 2024 de <https://cepr.org/voxeu/columns/global-lessons-demise-credit-suisse>.
- Martino, E. & Vos, T. (2023). *Credit Suisse CoCos: Why write-down makes sense*. Faculty of Law University of Oxford. Recuperado el 25 de noviembre de 2023 de <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/04/credit-suisse-cocos-why-write-down-makes-sense>.
- Massoudi, A., Morris, S., Fontanella-Khan, J., Noonan, L., Walker, O., & Jones, S. (2023) UBS agrees \$3.25bn rescue deal for rival Credit Suisse. *Financial Times*. Recuperado el 25 de noviembre de 2023 de <https://www.ft.com/content/9fe40e6a-f01f-4205-b885-7771d305721e>.
- Stuart, R. (2023a). Why did Credit Suisse fail and what does it mean for banking regulation? *Economics Observatory*. Recuperado el 15 de marzo de 2024 de <https://www.economicsobservatory.com/why-did-credit-suisse-fail-and-what-does-it-mean-for-banking-regulation>.

2. DEL CAPÍTULO SEGUNDO

2.1. Obras doctrinales

2.1.1. Libros

- Ellingsæter, S. S. (2023). *Creditor Priority in European Bank Insolvency Law: Financial Stability and the Hierarchy of Claims* (1ª ed.). Hart Studies in Commercial and Financial Law. Hart Publishing.
- Sorkin, A. R. (2010). *The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System*. Penguin Books.

2.1.2. Capítulos de libro

- Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C., & Payne, J. (2016). Chapter 16. Bank Resolution. En J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. N. Gordon, C. Mayer, & J. Payne, *Principles of Financial Regulation* (pp. 340-369). Oxford University Press.
- Fernández del Pozo, L. (2015). Las obligaciones convertibles y la defensa de la integridad del capital social. En Rojo Fernández Río, Á.J. (Coord.), Campuzano Laguillo, A.B. (Coord.), & Beltrán Sánchez, E.M. (Hom.), *Estudios jurídicos en memoria del profesor Emilio Beltrán. Liber amicorum*. T. I (pp. 335-387). Madrid: Tirant lo Blanch.

Flannery, M. J. (2002). No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline Via 'Reverse Convertible Debentures'. En H. S. Scott (Ed.), *Capital Adequacy Beyond Basel: Banking, Securities, and Insurance* (pp. 171-195). Oxford University Press.

García de Enterría, J. (2011). Título XI Capítulo III. Obligaciones convertibles [Arts. 414 a 418]. En Á. J. Rojo Fernández Río & E. M. Beltrán Sánchez (Coords.), Aparicio González, M. L., Ávila de la Torre, A., Bataller Grau, J., Esteban Ramos, L. M., & Sánchez Pachón, L. Á., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital. Tomo II* (pp. 2830-2858). Thomson Reuters-Civitas.

Garcimartín, F. (2014). Resolution Tools and Derivatives. En M. Haentjens & B. Wessels (Eds.), *Bank Recovery and Resolution: A Conference Book* (pp. 181-194). Eleven International Publishing.

Guinot Barona, M. (2015). Tipología de obligaciones y otros títulos de deuda. Obligaciones convertibles y subordinadas. CoCos. Pagarés de empresas. En C. Albiñana García-Quintana, M. Á. Agúndez & J. Martínez-Simancas Sánchez (Eds.), *Cuadernos de derecho para ingenieros: Manual jurídico del mercado bancario. Los objetos habituales*, 31(1), pp-149-166. La Ley.

Madaus, S. (2014). Bank Failure and Pre-emptive Planning. En M. Haentjens & B. Wessels (Eds.), *Bank Recovery and Resolution: A Conference Book* (pp. 49-74). Eleven International Publishing.

Pulgar Ezquerro, J. (2020). Resolución bancaria y "Bail in": no credit worse off. En J. C. González Vázquez, M. C. Pablo-Romero Gil-Delgado, J. M. de los Ríos Sánchez, & E. M. Valpuesta Gastaminza (Coords.), *Delendus est Leviathan: liber Amicorum Profesor José María de la Cuesta Rute* (pp. 511-541). Wolters Kluwer España.

2.1.3. Artículos de revista

Albuerne, C. (2023). The European BRRD vs. Credit Suisse case. *International Financial Law Review*, s.p.. IFLR. Disponible en: <https://www.iflr.com/article/2bgfp09u7hh2cro30dszk/the-european-brrd-vs-credit-suisse-case>.

Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, (pp. 43-56). Disponible en: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309f.htm.

Bebchuk, L. A. (2008). A Plan for Addressing the Financial Crisis. *Harvard Law and Economics Discussion Paper* No. 620, pp. 1-13. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1273241>.

Berg, T., & Kaserer, C. (2015). Does contingent capital induce excessive risk-taking? *Journal of Financial Intermediation*, 24(3), pp. 356-385. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2014.11.002>.

- Bolton, P., Kartasheva, A. V., & Jiang, W. (2023). The Credit Suisse CoCo wipeout: Facts, misperceptions, and lessons for financial regulation. *Journal of Applied Corporate Finance*, 35(2), (pp. 66-74). En *Swiss Finance Institute Research Paper No. 23-32*. Próximamente publicado. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/jacf.12553>.
- Bono, D., Abegglen, S., & Weber, P. (2012). The Swiss response to the Basel III framework and other regulatory initiatives aimed at reinforcing financial sector resilience, s.p.. Thomson Reuters. Disponible en: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-518-7639>.
- Chan, S., & van Wijnbergen, S. (2017). CoCo Design, Risk Shifting Incentives and Financial Fragility. *ECMI Working Paper No. 2*, pp. 1-41. Disponible en: <https://www.ceps.eu/ceps-publications/coco-design-risk-shifting-incentives-and-financial-fragility/>.
- Dell'Ariccia, G., Martinez Peria, M. S., Igan, D. O., Awadzi, E. A., Dobler, M. C., & Sandri, D. (2018). Trade-offs in Bank Resolution. *IMF Staff Discussion Note, SDN/18/02*, pp. 1-42. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Staff-Discussion-Notes/Issues/2018-45127>.
- Eisenbeis, R. A. (2019). Bailouts, Capital, or CoCos: Can Contingent Convertible Bonds Help Banks Cope with Financial Stress? *Cato Institute Policy Analysis*, 877, pp. 1-6. Disponible en: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/pubs/pdf/pa877.pdf>.
- Flannery, M. J. (2009). Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates, pp. 1-33. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1485689>.
- Fuentes, I., & Casado, J. C. (2017). Bonos convertibles contingentes y deuda subordinada de las entidades de crédito de la UEM. *Boletín Económico del Banco de España*, 4/2017, pp.1-9. Disponible en <https://www.bde.es/InformesBoletinesRevistas/1704-art35.pdf>.
- Goodhart, C., & Avgouleas, E. (2014). A Critical Evaluation of Bail-Ins as Bank Recapitalisation Mechanisms. *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 10065*, pp. 1-49. Disponible en <https://ssrn.com/abstract=2478647>.
- Henkel, C., & Kaal, W. A. (2012). Contingent Capital in European Union Bank Restructuring. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 32, pp. 191-262; U of St. Thomas Legal Studies Research Paper No. 12-16, Mississippi College School of Law Research Paper No. 2013-02. Disponible en: <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article>.
- Ibáñez Sandoval, J. P., & Domingo Ortuño, B. M. (2013). La transposición de Basilea III a la legislación europea. *Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España*, 25(1), pp. 63-97. Disponible en: <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11454>.
- Kiss, H. J. (2018). Depositors' Behaviour in Times of Mass Deposit Withdrawals. *Financial and Economic Review*, 17(4), pp. 95-111. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3313775>.

- Koziol, C., & Lawrenz, J. (2012). Contingent convertibles. Solving or seeding the next banking crisis? *Journal of Banking & Finance*, 36(1), pp. 90-104. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.06.009>.
- Kruse, M., & Fernández, I. (2019). Resolution Planning for Credit Institutions in Spain and in the Euro Area. *Financiam Stability Review / Banco de España* (36)1, pp. 47-69. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/19/mayo/Resolution_planning_for_credit_institutions.pdf.
- Lamas Peña, F. de B. (2019). MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias. *Nota Técnica del Observatorio de Divulgación Financiera Instituto de Estudios Financieros*, (39)1, pp. 1-14. Disponible en: https://www.iefweb.org/wp-content/uploads/2019/02/NT_39_MREL-y-las-nuevas-reglas-de-juego.pdf.
- Lanz, M., & Favre, O. (2012). Switzerland Regime Change. *International Financial Law Review*, s.p.. IFLR. Disponible en: <https://www.iflr.com/article/2a63o3k7jw3mp8bu70yyp/switzerland-regime-change>.
- León Sanz, F. J. (2019). La reforma del sistema financiero. *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, (23), pp. 305-332. Disponible en: <https://repositorio.uam.es/handle/10486/692887>.
- McDonald, R. L. (2013). Contingent capital with a dual price trigger. *Journal of Financial Stability*, 9(2), pp. 230-241. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2011.11.001>.
- Ongena, S., Rauf, A., & Goncharenko, R. (2019). The agency of CoCos: Why contingent convertible bonds aren't for everyone. *VoxEU Column Financial Regulation and Banking*. Disponible en <https://cepr.org/voxeu/columns/agency-cocos-why-contingent-convertible-bonds-arent-everyone>.
- Pennacchi, G. (2010). A Structural Model of Contingent Bank Capital. *FRB of Cleveland Working Paper No. 10-04*, pp. 1-47. SSRN. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1595080>.
- Pulgar Ezquerro, J. (2019). Resolución bancaria versus liquidación concursal: recapitalización interna y valoración de la diferencia en el trato. *Revista de Derecho Mercantil*, (314), pp. 11-67.
- Rochet, J. C. (2014). The Extra Cost of Swiss Banking Regulation. *Swiss Finance Institute White Paper*, pp. 1-37. University of Zurich. Disponible en: https://www.sfi.ch/system/tdf/the_extra_cost_cost_of_swiss_banking_regulation.pdf?file=1
- Thomson, J. B. (2010). On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation. *DePaul Business & Commercial Law Journal*, 8(2), pp. 135-150. Disponible en: <https://via.library.depaul.edu/bclj/vol8/iss2/3>

2.2 Otros recursos de internet

Credit Suisse (2017). Brief description of the provisions of the terms and conditions of Credit Suisse's existing high- and low-trigger regulatory capital instruments (going concern instruments).

Disponible en: <https://www.credit-suisse.com/investor-relations/regulatory-disclosures/capital-instruments-trigger-sequence.pdf>.

De Spiegeleer, J. & Schoutens, W. (2014). Contingent Convertibles. The World of CoCos. Reacfin.

Disponible en: https://www.reacfin.com/wp-content/uploads/2016/12/Reacfin_CoCos_Final.pdf.

LII Cornell Law School (s.f.-a). Dodd-Frank: Title II - Orderly Liquidation Authority. Cornell Law

School. Disponible en: https://www.law.cornell.edu/wex/dodd-frank-title-ii-orderly_liquidation.

3. DEL CAPÍTULO TERCERO

3.1. Obras doctrinales

3.1.1. Libros

. Ellingsæter, S. S. (2023). *Creditor Priority in European Bank Insolvency Law: Financial Stability and the Hierarchy of Claims* (1ª ed.). Hart Studies in Commercial and Financial Law. Hart Publishing.

Uría Fernández, F. (2023). *Regulación y crisis bancarias recientes: Reflexiones y retos futuros* (1ª ed.). La Ley.

3.1.2. Capítulos de libro

Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C., & Payne, J. (2016). Chapter 16. Bank Resolution. En J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. N. Gordon, C. Mayer, & J. Payne, *Principles of Financial Regulation* (pp. 340-369). Oxford University Press.

Armour, J., Hertig, G., & Kanda, H. (2017). Chapter 5. Transactions with Creditors. En R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, M. Pargendler, W.-G. Ringe, & E. Rock (Eds.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3rd ed.) (pp. 109-148). Oxford University Press.

Madaus, S. (2014). Bank Failure and Pre-emptive Planning. En M. Haentjens & B. Wessels (Eds.), *Bank Recovery and Resolution: A Conference Book* (pp. 49-74). Eleven International Publishing.

Pulgar Ezquerro, J. (2020). Resolución bancaria y "Bail in": no credit worse off. En J. C. González Vázquez, M. C. Pablo-Romero Gil-Delgado, J. M. de los Ríos Sánchez, & E. M. Valpuesta

Gastaminza (Coords.), *Delendus est Leviathan: liber Amicorum Profesor José María de la Cuesta Rute* (pp. 511-541). Wolters Kluwer España.

Veiga Copo, A. B. (2021). Capítulo 7: La Insolvencia. En Veiga Copo, A. B. (Coord.), *Fundamentos de Derecho mercantil* (2ª ed., pp. 218-252). Pamplona: Editorial Civitas.

Wiederkehr, M. (2020). Comparative Bank Recovery and Resolution – The Swiss Legal Framework. En S. Schelo (Ed.), *Bank Recovery and Resolution* (2ª ed., Capítulo 7). International Banking and Finance Law Series. Wolters Kluwer Law and Business.

3.1.3. Artículos de revista

Albuérne, C. (2023). The European BRRD vs. Credit Suisse case. *International Financial Law Review*, s.p.. IFLR. Disponible en: <https://www.iflr.com/article/2bgfp09u7hh2cro30dszk/the-european-brrd-vs-credit-suisse-case>.

Armour, J. (2001). The Law and Economics of Corporate Insolvency: A Review. *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 197*, pp. 1-62. Disponible en: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2023/05/cbrwp197.pdf>.

Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, (pp. 43-56). Disponible en: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309f.htm.

Baird, D. G. (2017). Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy. *University of Pennsylvania Law Review*, 165(4), pp. 785-829. Disponible en: https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=9573&context=penn_law_review.

Ballerini, G. (2020). The Priorities Dilemma in the EU Restructuring Directive: Absolute or Relative Priority Rule? *Bocconi University Department of Law Review*, pp. 1-31. Disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3661191>.

Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), pp. 637-654. Disponible en: <https://doi.org/10.2307/3003143>.

Bolton, P., Kartasheva, A. V., & Jiang, W. (2023). The Credit Suisse CoCo wipeout: Facts, misperceptions, and lessons for financial regulation. *Journal of Applied Corporate Finance*, 35(2), (pp. 66-74). En *Swiss Finance Institute Research Paper* No. 23-32. Próximamente publicado. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/jacf.12553>.

De Serièrè, V., & Van der Houwen, D. (2016). 'No Creditor Worse Off' in Case of Bank Resolution: Food for Litigation? *Journal of International Banking Law and Regulation*, 7(1), pp. 376- 384. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2856370>

- Devriese, J., Dewatripont, M., Heremans, D., & Nguyen, G. (2004). Corporate governance, regulation and supervision of banks. *Financial Stability Review*, 2(1), pp. 95-120. Disponible en: https://www.nbb.be/doc/oc/repec/fsrart/fsr_2004_en_95_120.pdf.
- Gollier, C. (2007). The determinants of the insurance demand by firms. *Institut d'Économie Industrielle IDEI Working Paper*, 468, pp. 1-25. Recuperado de <https://www.tse-fr.eu/publications/determinants-insurance-demand-firms>.
- Granato, M. (2017). The Myth of the Optimal Capital Structure and the Dogma of Creditor Protection. *European Business Organization Law Review*, 18, pp. 617-658.
- Henkel, C., & Kaal, W. A. (2012). Contingent Capital in European Union Bank Restructuring. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 32, pp. 191-262; U of St. Thomas Legal Studies Research Paper No. 12-16, Mississippi College School of Law Research Paper No. 2013-02. Disponible en: <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Kanda, H. (1992). Debtholders and Equityholders. *The Journal of Legal Studies*, 21(2), pp. 431-448. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/724489>.
- Lanz, M., & Favre, O. (2012). Switzerland Regime Change. *International Financial Law Review*, s.p.. IFLR. Disponible en: <https://www.iflr.com/article/2a63o3k7jw3mp8bu70yyp/switzerland-regime-change>.
- León Sanz, F. J. (2011). Las obligaciones. *Revista de Derecho de Sociedades*, (36), pp. 229-238.
- Martínez Muñoz, M. (2022). El Arrastre de acreedores en la Directiva UE 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva y su transposición al Derecho preconcursal español. *Cuadernos Europeos De Deusto*, N.º 66, pp. 133-62. Disponible en: <https://doi.org/10.18543/ced.2370>.
- Merton, R. C. (1973). Theory of Rational Option Pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 4(1), pp. 141-183. Disponible en: <https://doi.org/10.2307/3003143>.
- Nouy, D. (2017). Gaming the rules or ruling the game? – How to deal with regulatory arbitrage. Speech by Danièle Nouy, at the 33rd SUERF Colloquium,. Disponible en: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2017/html/ssm.sp170915.en.html>
- Paz Valbuena, J., Eidenmüller, H. (2023). Bailout Blues: The Write-Down of the AT1 Bonds in the Credit Suisse Bailout. *European Business Organization Law Review. Law Working Paper No. 705/2023*, pp. 1-11. Disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4431170>.

- Pulgar Ezquerro, J. (2019). Resolución bancaria versus liquidación concursal: recapitalización interna y valoración de la diferencia en el trato. *Revista de Derecho Mercantil*, (314), pp. 11-67.
- Reinhardt, D., & Sowerbutts, R. (2015). Regulatory arbitrage in action: evidence from banking flows and macroprudential policy. *Bank of England Staff Working Paper No. 546*, pp. 1-36. Disponible en: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2015/regulatory-arbitrage-in-action-evidence-from-banking-flows-and-macroprudential-policy.pdf>
- Roldán Alegre, J. M. (2019). The shadow banking system and regulatory arbitrage: the eternal return? *Financial Stability Review / Banco de España*, 37, pp. 123-138. Disponible en: <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11177>
- Schwartz, A. (1989). A Theory of Loan Priorities. *The Journal of Legal Studies*, 18(2), pp. 209-261. Disponible en: <https://doi.org/10.1086/468147>.
- Uría Fernández, F. (2023). IV.6. Los «Idus» de Marzo. En *Regulación y crisis bancarias recientes: Reflexiones y retos futuros* (1ª ed.) (pp. 1-29). La Ley.
- Warren, E. (1991) A Theory of Absolute Priority. *Annual Survey of American Law*, 1991(1), pp. 9-48. Disponible en: <https://heinonline.org/hein.journals/annam1991=&collection=journals>.

3.2 Otros recursos de internet

- Credit Suisse (2022). Information Memorandum of U.S.\$1,650,000,000 9.750 per cent. Perpetual Tier 1 Contingent Write-down Capital Notes. US225401AX66 /USH3698DDQ46. Recuperado el 31 de diciembre de 2023 de <https://www.credit-suisse.com/media/assets/about-us/docs/investor-relations/debt-investors/high-trigger-capital-instruments/t1-1650m-2022.pdf>.
- Fernández del Pozo, L. (2022). El tratamiento tempestivo de las crisis empresariales. Almacén de Derecho, s.p.. Disponible en: <https://almacenederecho.org/el-tratamiento-tempestivo-de-las-crisis-empresariales>.
- Jones, S. (2023). Rules for winding up big banks do not work, Swiss finance minister warns. *Financial Times*. Recuperado el 28 de enero de 2024 de <https://www.ft.com/content/2cfaaf47-101c-4695-92e5-b66b6abe777e>
- Lengwiler, Y., & Weder Di Mauro, B. (2023). Global lessons from the demise of Credit Suisse. *Centre for Economic Policy Research*. Recuperado el 15 de marzo de 2024 de <https://cepr.org/voxeu/columns/global-lessons-demise-credit-suisse>.
- Martino, E. & Vos, T. (2023). *Credit Suisse CoCos: Why write-down makes sense*. Faculty of Law University of Oxford. Recuperado el 25 de noviembre de 2023 de

<https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/04/credit-suisse-cocos-why-write-down-makes-sense>.

Massoudi, A., Morris, S., Fontanella-Khan, J., Noonan, L., Walker, O., & Jones, S. (2023) UBS agrees \$3.25bn rescue deal for rival Credit Suisse. *Financial Times*. Recuperado el 25 de noviembre de 2023 de <https://www.ft.com/content/9fe40e6a-f01f-4205-b885-7771d305721e>.

LII Cornell Law School (s.f.-b). 11 U.S. Code § 1129 - Confirmation of plan. Historical and Revision Notes legislative statements. Cornell Law School. Recuperado el 27 de noviembre de 2023 de <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/1129>.

Smith, R., Morris, S. & Walker, O. (2023). Credit Suisse bondholders force Swiss regulator to release AT1 wipeout decree. Decision by court gives early victory to investors in what promises to be a drawn-out fight. *Financial Times*. Recuperado el 3 de diciembre de 2023 de <https://www.ft.com/content/9fd882b3-24e6-432e-822f-cbf4d23d9db0>.

Stuart, R. (2023a). Why did Credit Suisse fail and what does it mean for banking regulation? *Economics Observatory*. Recuperado el 15 de marzo de 2024 de <https://www.economicsobservatory.com/why-did-credit-suisse-fail-and-what-does-it-mean-for-banking-regulation>.

Stuart, R. (2023b). Swiss banks now and in the global financial crisis: is this time different?? *Economics Observatory*. Recuperado el 20 de marzo de 2024 de <https://www.economicsobservatory.com/swiss-banks-now-and-in-the-global-financial-crisis-is-this-time-different>

Thomson Reuters (s.f.) Absolute Priority Rule. Practical Law Glossary. Recuperado el 27 de noviembre de 2023 de <https://content.next.westlaw.com/Glossary/PracticalLaw/>.

ANEXO DE JURISPRUDENCIA Y LEGISLACIÓN

1. LEGISLACIÓN

1.1 Normativa española

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. Gaceta de Madrid, núm. 206, de 25 de julio de 1889.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, núm. 161, de 3 de julio de 2010.

Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Boletín Oficial del Estado, núm. 275, de 15 de noviembre de 2012.

Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Boletín Oficial del Estado, núm. 156, de 27 de junio de 2014.

Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Boletín Oficial del Estado, núm. 39, de 14 de febrero de 2015.

Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Boletín Oficial del Estado, núm. 146, de 19 de junio de 2015.

Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal. Boletín Oficial del Estado, núm. 127, de 7 de mayo de 2020.

Ley 16/2022, de 5 de septiembre, de reforma del texto refundido de la Ley Concursal, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, para la transposición de la Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades (Directiva sobre reestructuración e insolvencia). Boletín Oficial del Estado, núm. 214, de 6 de septiembre de 2022.

Circular 2/2016, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013.

Circular 2/2014, de 31 de enero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias contenidas en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento

Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

1.2 Normativa europea

Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 176, de 27 de junio de 2013.

Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo Texto pertinente a efectos del EEE. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 173, de 12 de junio de 2014.

Reglamento (UE) n.º 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 331, de 15 de diciembre de 2010.

Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 176, de 27 de junio de 2013.

Reglamento de Ejecución (UE) 2021/763 de la Comisión, de 23 de abril de 2021, por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación del Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo y de la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la presentación con fines de supervisión y la divulgación pública de información sobre el requisito mínimo de fondos propios y pasivos admisibles. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 168, de 12 de mayo de 2021.

Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, de 20 de julio de 2011.

1.3 Normativa suiza

Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (BankG) [Ley Federal de Bancos y Cajas de Ahorro], de 8 de noviembre de 1934. *Amtlichen Sammlung des Bundesrechts* [Boletín Oficial de Legislación Federal]. Disponible en: https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/51/117_121_129/de

Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Insolvenz von Banken und Wertpapierhäusern (BIV-FINMA) [Ordenanza de la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros sobre la Insolvencia de Bancos y Sociedades de Valores Mobiliarios], de 30 de agosto de 2012. *Amtlichen Sammlung des Bundesrechts* [Boletín Oficial de Legislación Federal]. Disponible en: <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2012/648/en>

Verordnung über zusätzliche Liquiditätshilfe-Darlehen und die Gewährung von Ausfallgarantien des Bundes für Liquiditätshilfe-Darlehen der Schweizerischen Nationalbank an systemrelevante Banken [Ordenanza sobre Préstamos Adicionales de Apoyo a la Liquidez y Concesión de Garantías Federales de Impago para Préstamos de Apoyo a la Liquidez del Banco Nacional Suizo a Bancos de Importancia Sistémica], de 16 de marzo de 2023. *Amtlichen Sammlung des Bundesrechts* [Boletín Oficial de Legislación Federal]. Disponible en: <https://www.fedlex.admin.ch/eli/oc/2023/135/de> o <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/76289.pdf> (ENG)

Änderung vom 19. März 2023 der Verordnung über zusätzliche Liquiditätshilfe-Darlehen und die Gewährung von Ausfallgarantien des Bundes für Liquiditätshilfe-Darlehen der Schweizerischen Nationalbank an systemrelevante Banken [Enmienda de 19 de marzo de 2023 a la Ordenanza sobre Préstamos Adicionales de Apoyo a la Liquidez y Concesión de Garantías Federales de Impago para Préstamos de Apoyo a la Liquidez del Banco Nacional Suizo a Bancos Sistemáticamente Importantes], de 19 de marzo de 2023. *Amtlichen Sammlung des Bundesrechts* [Boletín Oficial de Legislación Federal]. Disponible en: <https://www.fedlex.admin.ch/eli/oc/2023/136/de> o <https://www.admin.ch/attachments/76290.pdf> (ENG)

Rundschreiben 2011/2 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA Eigenmittelpuffer und Kapitalplanung bei Banken [Circular 2011/2 Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros FINMA Colchón de capital y Planificación del Capital de los Bancos], de 30 de marzo de 2011. Disponible en: <https://www.finma.ch/de/anhoerungen/rs-basel3.pdf> o <https://www.finma.ch/en/~-/media/finma/dokumente/rundschreiben-archiv/2011/rs-11-02/> (ENG)

1.4 Normativa estadounidense

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act), Pub. L. No. 111-203, §§ 201–17, 124 Stat. 1376, 1442–1520 (2010) (H.R.4173), de 21 de julio de 2010. Disponible en: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text>

2. JURISPRUDENCIA

Española

Sentencia de la Audiencia Provincial de Ourense 389/2014 (Sección 1ª), de 22 de septiembre de 2014.
ES:APOU:2014:649.

Estadounidense

Case et al. v. Los Angeles Lumber Products Co., Limited, 308 U.S. 106, 60 S.Ct. 1, 84 L.Ed. 110 (1939). Disponible en: <https://www.loc.gov/item/usrep308106/>

Louisville Trust Co. v. Louisville, N. A. & C. Ry. Co. et al., 174 U.S. 674, 19 S.Ct. 827, 43 L.Ed. 1130 (1899). Disponible en: <https://www.loc.gov/item/usrep174674/>

Northern Pacific Railway Co. and Northern Pacific Railroad Co. v. Joseph H. Boyd, 228 U.S. 482, 33 S.Ct. 554, 57 L.Ed. 931 (1912). Disponible en: <https://www.loc.gov/item/usrep228482/>

3. OTROS DOCUMENTOS OFICIALES

Autoridad Bancaria Europea, EBA (2017). Directrices finales de la EBA sobre el tratamiento de los accionistas en la recapitalización interna o en la amortización y conversión de instrumentos de capital, de 11 de julio de 2017 (EBA/GL/2017/04). Disponible en: <https://extranet.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1904221/>

Autoridad Bancaria Europea, EBA (2020). EBA Report on the monitoring of TLAC-/MREL- eligible liabilities instruments of European Union institutions (EBA/REP/2020/27). Disponible en: <https://www.eba.europa.eu/Reports/2020/934726/TLACREP-2020-27.pdf>

Autoridad Europea de Valores y Mercados, ESMA (2014). Statement on Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible Instruments (CoCos) of 31 July 2014. Disponible en: <https://www.esma.europa.eu/files/2014-944-statement-on-potential-risks-associated-with-contingent-convertibles.pdf>

Banco Central Europeo. BCE (2023). Declaración de la Supervisión Bancaria del BCE, la JUR y la EBA sobre el anuncio realizado por las autoridades suizas el 19 de marzo de 2023. Nota de prensa del Banco de España de 20 de marzo de 2023. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativas/BCE/23/presbce2023_35.pdf

Banco de España. (s.f.-a). Estabilidad financiera y política macroprudencial. Entidades de importancia sistémica. Herramientas macro-prudenciales. Disponible en:

<https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-macprudencial/herramientas-macprudenciales/entidades-importancia-sistematica/>

Banco de España. (s.f.-b). Solvencia de las entidades de crédito. Normativa en vigor. Disponible en: <https://www.bde.es/wbe/es/entidades-profesionales/supervisadas/normativa-guias-recomendaciones/solvencia/>

Banco de España. (s.f.-c). MREL y TLAC. Disponible en: <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/resolucion/mrel-y-tlac/>

Banco de España. (s.f.-d). Orden de prelación nacional en caso de insolvencia. Publicación en cumplimiento del artículo 8 del Reglamento de Ejecución (UE) 2021/763 de la Comisión. Disponible en: https://www.bde.es/Orden_de_prelacion_nacional_en_caso_de_insolvencia.pdf

Banco de España (2023). El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macroprudenciales para 2024. Nota de prensa del Banco de España de 29 de septiembre de 2023. Madrid. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbe/GAP/Secciones/NotasInformativas/23/presbe2023-79.pdf>

Banco Nacional Suizo (2023) Swiss National Bank provides substantial liquidity assistance to support UBS takeover of Credit Suisse. Nota de prensa de 19 de marzo de 2022. Zurich. Disponible en: <https://www.snb.ch/en/publications/communication/press-releases/2023/>

Comisión Europea (2011). Commission wants stronger and more responsible banks in Europe. Comunicado de prensa de 20 de julio de 2011. Bruselas. Disponible en: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_11_915

Comisión Europea (s.f.). Bank recovery and resolution. The EU provides a framework for authorities to manage bank failures effectively. Disponible en: https://finance.ec.europa.eu/banking/banking-regulation/bank-recovery-and-resolution_en

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS (2017). Definición de capital de Basilea III – Preguntas frecuentes. BIS. Disponible en: https://www.bis.org/bcbs/publ/d417_es.pdf

Departamento Federal de Finanzas, FDF (2023) Fact sheet - «Too big to fail» regulations. Zurich. Disponible en: <https://www.efd.admin.ch/efd/en/home/financial-affairs/ubs-takeover-credit-suisse%20/too-big-to-fail%20regulations.html>

FINMA (2023a). FINMA provides information about the basis for writing down AT1 capital instruments. Zurich. Disponible em: <https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230323-mm-at1-kapitalinstrumente/>

FINMA (s.f.). Legal basis for banks. The financial market legislation governing banks derives from one federal act, three Federal Council ordinances and three FINMA ordinances. Zurich. Disponible en: <https://www.finma.ch/en/documentation/legal-basis/laws-and-ordinances/banks/>

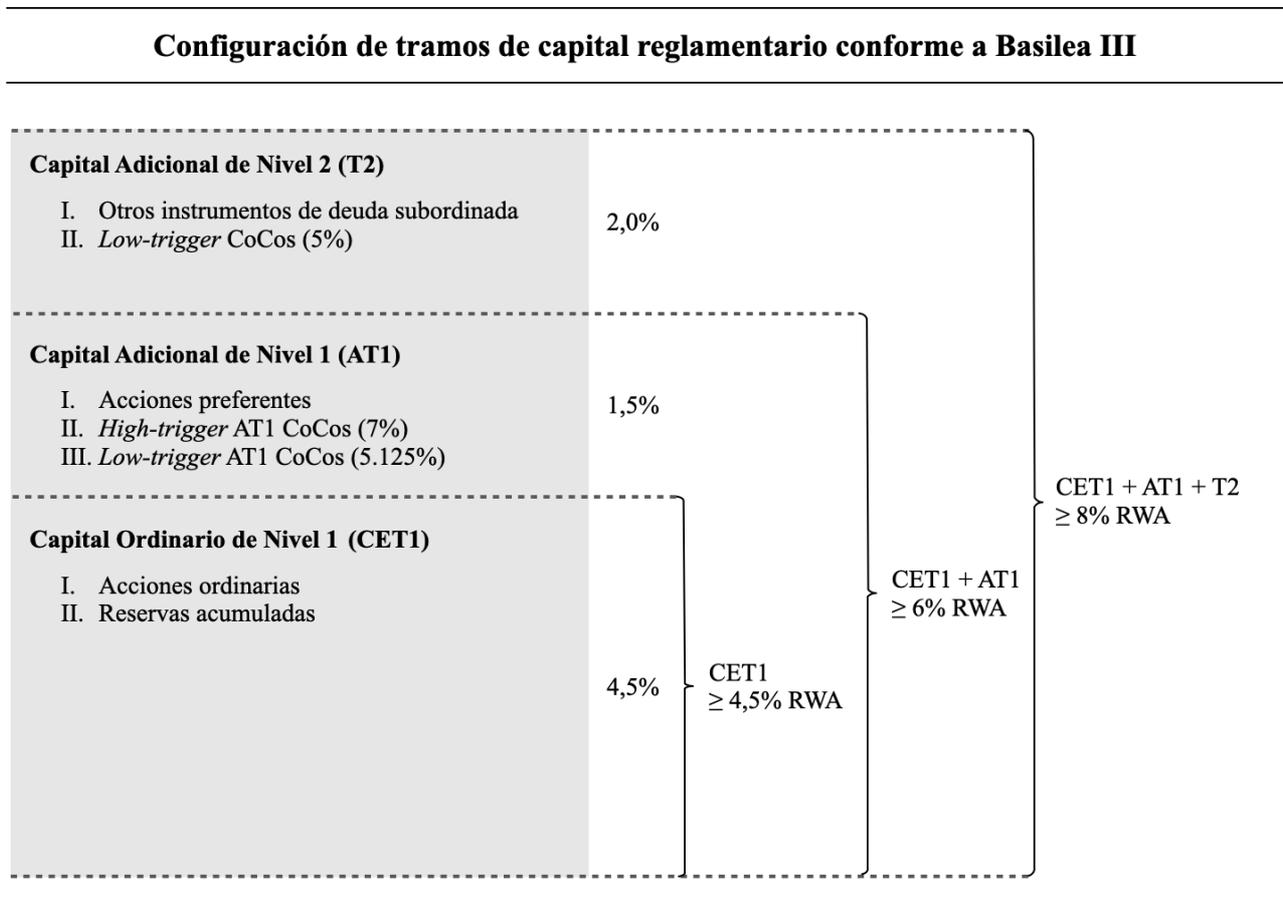
Fondo Monetario Internacional, IMF (2019). Switzerland Financial Sector Assessment Program. Technical Note. IMF Country Report No. 19/191. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/06/26/Switzerland-Financial-Sector-Assessment-Program-Technical-Note-Financial-Safety-Net-and-47055>

Junta Única de Resolución, JUR (2023). Minimum Requirement For Own Funds And Eligible Liabilities (MREL). *Single Resolution Board Publications*. Disponible en: https://www.srb.europa.eu/document/2023-05-15_SRB_MREL.pdf

Junta Única de Resolución, JUR (s.f.). Framework for Valuation Q&A. Resolution Board Publications. Disponible en: https://www.srb.europa.eu/system/files/media/document/2019-02-01%20Framework%20for%20Valuation%20-%20%20Q%26A.pfd_.pdf

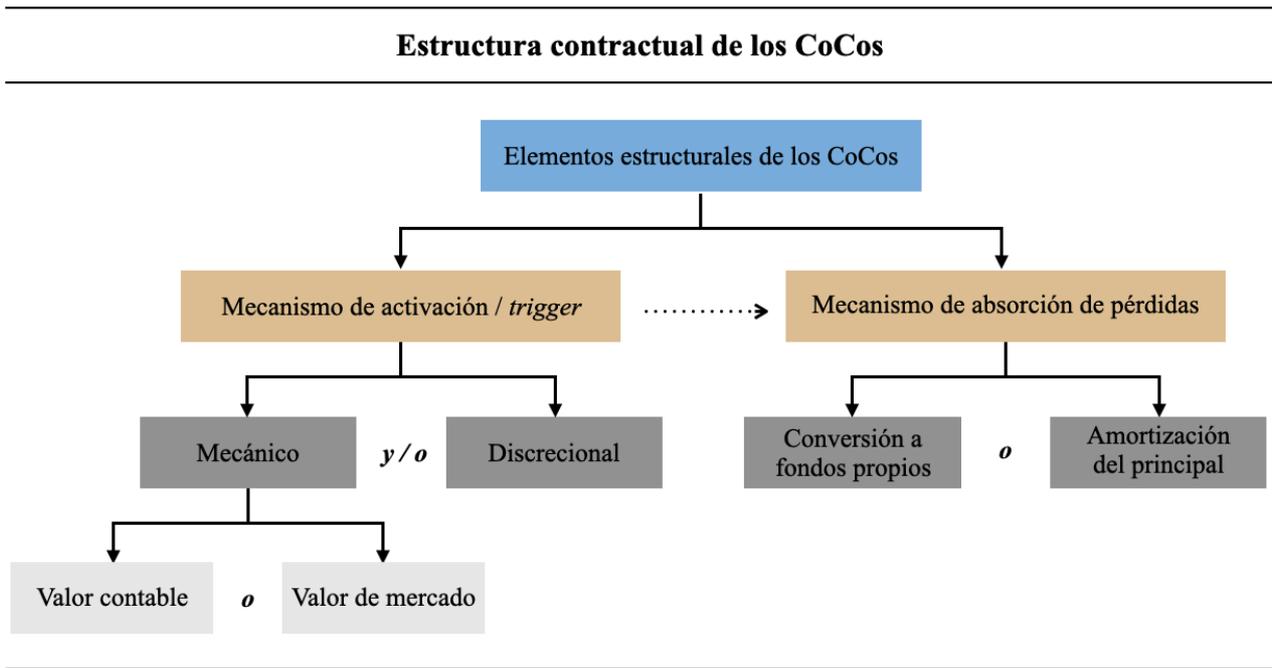
ANEXO DE FIGURAS Y TABLAS

Figura 1 – Configuración de niveles de mínimos de capital Basilea III



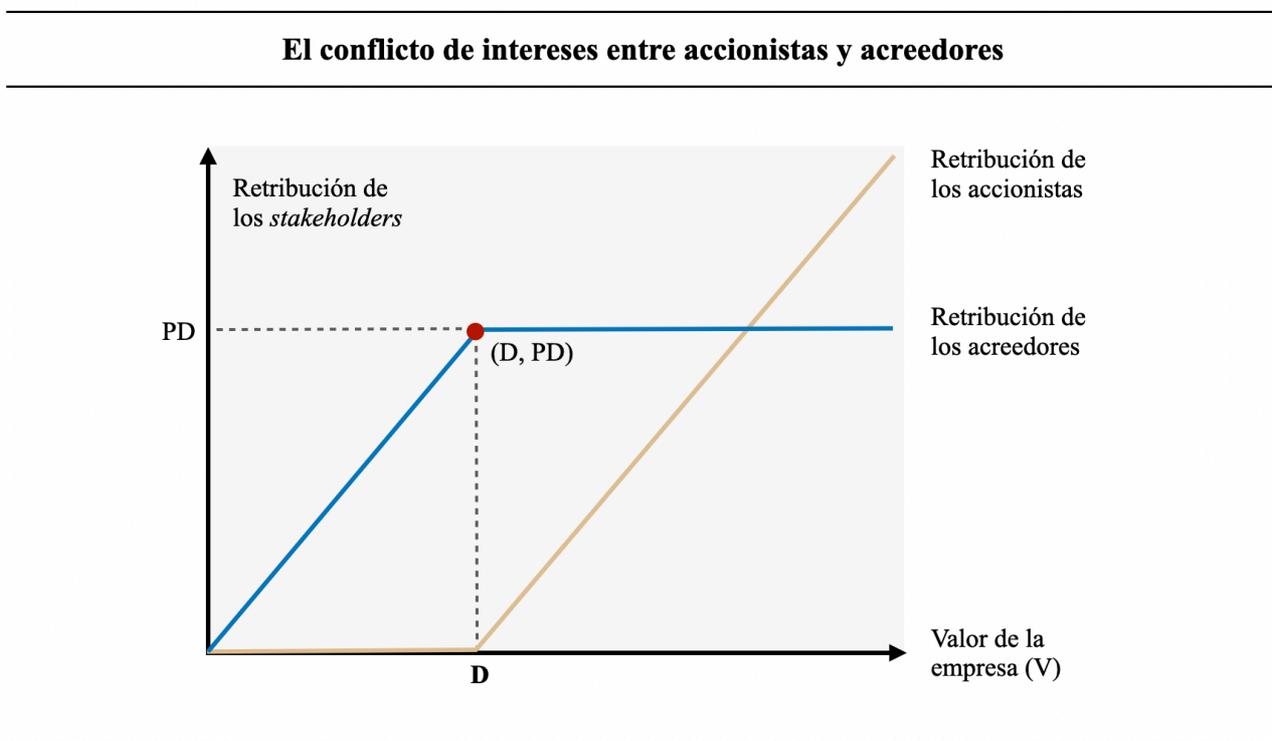
Fuente: Elaboración propia a partir de Avdjiev et al. (2013)

Figura 2 – Estructura contractual de los CoCos



Fuente: Elaboración propia a partir de Avdjiev et al. (2013)

Figura 3 – Retribución de los accionistas y los obligacionistas



Fuente: Elaboración propia a partir de Gollier (2007) y Devriese et al. (2004)

Tabla 1 – Instrumentos elegibles para la herramienta de resolución y el mecanismo MREL

INSTRUMENTOS ELEGIBLES PARA LA HERRAMIENTA DE RESOLUCIÓN Y EL REQUISITO MÍNIMO DE FONDOS PROPIOS Y PASIVOS ELEGIBLES (MREL) (<i>cfr.</i> artículos 44 y 45 de la BRRD)		
Instrumentos	<i>Bail-in</i>	MREL
Capital Ordinario de Nivel (CET1)	Sí	Sí
Capital Adicional de Nivel 1 (AT1)	Sí	Sí
Capital Adicional de Nivel 2 (T2)	Sí	Sí
Deuda subordinada < 12 meses	Sí	No
Deuda subordinada > 12 meses	Sí	Sí
Deuda senior no preferente < 12 meses	Sí	No
Deuda senior no preferente > 12 meses	Sí	Sí
Derivados	Sí	No
Depósitos de entidades de crédito y empresas		
Entidades de crédito < 7 días	No	No
Entidades de crédito < 12 meses	Sí	No
Entidades de crédito > 12 meses	Sí	Sí
Empresas < 12 meses	Sí	No
Empresas > 12 meses	Sí	Sí
Depósitos con características especiales		
Bancos centrales y administraciones públicas	No	No
<i>Secured</i> : bonos garantizados	No	No
<i>Secured</i> : securitizaciones	No	No
<i>Secured</i> : repos	No	No

Fuente: Elaboración propia a partir de Lamas Peña (2019)

Tabla 2 – Requisitos para la inclusión de las emisiones de CoCos y de deuda subordinada como recursos de capital AT1 y capital T2

REQUISITOS PARA LA INCLUSIÓN DE LAS EMISIONES DE COCOS Y DE DEUDA SUBORDINADA COMO RECURSOS DE CAPITAL AT1 Y CAPITAL T2

(cfr. arts. 52 a 55 y 61 a 70 del Reglamento UE 575/2013)

Requisitos para incluir los CoCos en el capital AT1

Requisitos para incluir la deuda subordinada en el capital T2

a) Deben ser instrumentos perpetuos, sin fecha de amortización y que hayan sido plenamente desembolsados.

a) Que hayan sido emitidos y plenamente desembolsados.

b) Las cláusulas deben facultar a la entidad bancaria a cancelar el pago de los cupones sin que se acumulen los importes no satisfechos y sin que esta suspensión se considere un evento de default.

b) Que no hayan sido adquiridos por la entidad emisora o sus filiales ni por una empresa donde la entidad emisora controle más del 20 % de los derechos de voto o del capital.

c) Además, deben incluirse cláusulas donde se especifique que, si se produce lo que se denomina un *trigger event*, el nominal de los títulos se amortice de forma temporal o permanente (reduciendo en el importe de esa amortización los derechos de reembolso del principal e intereses del tenedor del título) o que tengan que ser obligatoriamente convertidos en acciones ordinarias (CET 1).

c) Que la adquisición de los valores no haya sido financiada directa o indirectamente por la entidad emisora.

d) La activación de los supuestos contemplados en el apartado b) estará determinada por la suficiencia de los beneficios y reservas de la entidad emisora para afrontar el pago de los cupones, por la decisión de la autoridad supervisora si considerara que dicho pago pudiera deteriorar la solvencia de la entidad y por la discreción de la entidad emisora en los casos previstos en el folleto de emisión. La suspensión de la retribución podrá ser total o parcial.

d) Que el crédito sobre el importe del principal de los títulos emitidos esté totalmente subordinado a los créditos de todos los acreedores no subordinados.

e) La activación de los supuestos contemplados en el apartado c) está relacionada normalmente con que el nivel de capital CET 1 caiga por debajo de determinados niveles. El establecido en el Reglamento es el 5,125 %, aunque las entidades emisoras pueden establecer en el clausulado del instrumento un nivel superior.

e) Que no existan avales ni garantías ni ningún otro tipo de acuerdo que pueda mejorar la prelación del crédito en caso de insolvencia o liquidación.

f) En caso de que se produzca un *trigger event*, se establecerán un tipo de conversión y un límite en cuanto a su importe, y un intervalo dentro del cual se convertirán a instrumentos de capital ordinario (CET 1).

f) El vencimiento inicial debe ser de al menos cinco años, sin que puedan existir incentivos que muevan a la entidad a recomprar o reembolsar el principal antes de su vencimiento; además, en los cinco años restantes previos al vencimiento, el importe de la emisión que puede computarse como capital se reducirá aplicando el método de amortización lineal.

g) Los títulos pueden ser comprados o reembolsados por la entidad emisora siempre que hayan transcurrido cinco años desde la fecha de emisión y tengan autorización de la autoridad supervisora.

g) Si los títulos incluyen opciones de compra antes de su vencimiento final, estas dependerán exclusivamente de la voluntad del emisor, deberán ser aprobadas por la autoridad supervisora, no podrán ejercerse antes de que trascurren cinco años desde la fecha de emisión y, además, la entidad deberá demostrar que su posición de capital después de ejercer la opción supera con creces los requerimientos mínimos de capital establecidos por la autoridad supervisora.

h) Los títulos no podrán incluir disposiciones que faculten al emisor para acelerar los pagos futuros por intereses ni modificar su nivel en función de la evolución de la calidad crediticia de la entidad.

Fuente: Elaboración propia a partir de Fuentes y Casado (2014)

Tabla 3 – Orden de prelación nacional en caso de insolvencia elaborado por el Banco de España

ORDEN DE PRELACIÓN NACIONAL EN CASO DE INSOLVENCIA			
(cfr. art. 8 Reglamento de Ejecución (UE) 2021/763 de la Comisión, de 23 de abril de 2021)			
Rango	Instrumentos	Descripción	Base jurídica
1	Capital Ordinario de Nivel (CET1)	Acciones ordinarias / aportaciones al capital (instrumentos de capital ordinario de nivel 1 de bancos y cooperativas).	Art. 28.1.j) del CRR IV
2	Capital Adicional de Nivel 1 (AT1)	El importe principal de los instrumentos de capital adicional de nivel 1. Todos los créditos derivados de los instrumentos de capital adicional de nivel 1, con independencia de que solo estén parcialmente reconocidos como instrumentos de capital adicional de nivel 1, serán posteriores en el orden de prelación al resto de créditos incluidos en el artículo 281.1 del TRLC y serán satisfechos con posterioridad a estos.	DA 14.3.3º de la Ley 11/2015 y art. 281.1.2º del TRLC
3	Capital Adicional de Nivel 2 (T2)	El importe principal de los instrumentos de capital de nivel 2. Todos los créditos derivados de los instrumentos de capital de nivel 2, con independencia de que solo estén parcialmente reconocidos como instrumentos de capital de nivel 2, serán posteriores en el orden de prelación al resto de créditos incluidos en el artículo 281.1 del texto refundido de la Ley Concursal y serán satisfechos con posterioridad a estos.	DA 14.3.2º de la Ley 11/2015 y art. 281.1.2º del TRLC
4	Créditos subordinados específicos	Se incluyen: 1) Créditos derivados de contratos con obligaciones recíprocas, a cargo de la contraparte del concursado, o del acreedor, en caso de rehabilitación de contratos de financiación o de adquisición de bienes con precio aplazado, cuando se constate	

		judicialmente que el acreedor obstaculiza el cumplimiento del contrato en perjuicio del interés del concurso;	
		2) Créditos que, como consecuencia de rescisión concursal, resulten a favor de acreedores declarados judicialmente de mala fe en el acto impugnado.	
4	Créditos subordinados de partes vinculadas con el concursado / intragrupo	Los créditos de que fuera titular alguna de las personas especialmente relacionadas con el concursado.	Art. 281.1.5º del TRLC (<i>vid.</i> excepciones en art. 281.2)
4	Créditos subordinados	Créditos por multas y demás sanciones pecuniarias.	Art. 281.1.4º del TRLC
4	Créditos subordinados	Los créditos por recargos e intereses -incluidos los moratorios-.	Art. 281.1.3º del TRLC
5	Resto de deuda subordinada contractualmente y distinta del AT1 y T2	El importe principal de la deuda subordinada que no sea capital adicional de nivel 1 o capital nivel 2 y créditos subordinados contractualmente respecto de todos los demás créditos contra el concursado, incluidos los participativos.	DA 14.3.1º de la Ley 11/2015 y art. 281.1.2º del TRLC
5	Créditos subordinados	Los créditos que se clasifiquen como subordinados por la administración concursal por comunicación extemporánea, salvo que se trate de créditos de reconocimiento forzoso, o por las resoluciones judiciales que resuelvan los incidentes de impugnación de la lista de acreedores y por aquellas otras que atribuyan al crédito esa clasificación.	Art. 281.1.1º del TRLC
6	Créditos ordinarios no preferentes (<i>senior non-preferred</i>)	Créditos que resulten de instrumentos de deuda que cumplan estas condiciones: (i) hayan sido emitidos o creados con plazo de vencimiento efectivo igual o superior a un año; (ii) no sean instrumentos financieros derivados, ni tengan instrumentos financieros derivados implícitos; y (iii) el folleto de emisión indique expresamente	DA 14.2 de la Ley 11/2015

		que tienen una prelación concursal inferior al resto de créditos ordinarios y serán satisfechos con posterioridad a ellos.	
7	Créditos ordinarios	<p>Todos los créditos que en el TRLC no tengan la consideración de créditos privilegiados o subordinados.</p> <p>Se incluyen, entre otros:</p> <p>1) Papel comercial;</p> <p>2) Derivados;</p> <p>3) Depósitos no garantizados y no preferentes (i.e. depósitos distintos de los de PYMES y personas físicas); 4) Pasivos comerciales (<i>critical functions</i>).</p>	Art. 269.3 TRLC
8	Depósitos con privilegio general NO garantizados por el FGD	<p>Se incluyen:</p> <p>1) Depósitos de personas físicas y PYMES que serían depósitos garantizados de no estar constituidos a través de sucursales sitas fuera de la UE de entidades establecidas en la Unión Europea; y</p> <p>2) La parte de los depósitos de personas físicas y PYMES que exceda del nivel garantizado por el FGD.</p>	DA 14.1.b) de la Ley 11/2015 y art. 280 del TRLC
9	Depósitos con privilegio general garantizados por el FGD	Depósitos garantizados por el FGD y los derechos en que se haya subrogado dicho Fondo si hubiera hecho efectiva la garantía.	DA 14.1.a) de la Ley 11/2015 y art. 280 del TRLC
10	Créditos con privilegio general	<p>Se incluyen:</p> <p>1) Créditos por responsabilidad civil extracontractual y por responsabilidad civil derivada del delito contra la Hacienda Pública y contra la Tesorería General de la Seguridad Social;</p> <p>2) El 50% del importe de los créditos tributarios, de la seguridad social y demás de derecho público que no tengan privilegio especial; 3) Las cantidades correspondientes a retenciones tributarias y de seguridad social. 4)</p>	Art. 280 TRLC

Salarios sin privilegio especial en la cuantía que resulte de multiplicar el triple del salario mínimo interprofesional por el número de días de salario pendientes de pago; las indemnizaciones derivadas de la extinción de los contratos, en la cuantía correspondiente al mínimo legal calculada sobre una base que no supere el triple del salario mínimo interprofesional; y ciertas indemnizaciones a empleados devengadas con anterioridad a la declaración del concurso.

11 Créditos con privilegio especial

Se incluyen:

Art. 270 TRCL

- 1) Los créditos garantizados con prenda constituida en documento público, sobre los bienes o derechos pignorados que estén en posesión del acreedor o de un tercero.
- 2) Los créditos con garantía de valores representados mediante anotaciones en cuenta, sobre los valores gravados.
- 3) Los créditos por contratos de arrendamiento financiero o de compraventa con precio aplazado de bienes muebles o inmuebles, a favor de los arrendadores o vendedores y, en su caso, de los financiadores, sobre los bienes arrendados o vendidos con reserva de dominio, con prohibición de disponer o con condición resolutoria en caso de falta de pago.
- 4) Los créditos refaccionarios, sobre los bienes refaccionados, incluidos los de los trabajadores sobre los objetos por ellos elaborados mientras sean propiedad o estén en posesión del concursado
- 5) Los créditos garantizados con anticresis, sobre los frutos del inmueble gravado.
- 6) Los créditos garantizados con hipoteca legal o voluntaria, inmobiliaria o mobiliaria, o con prenda sin desplazamiento, sobre los bienes o derechos hipotecados o pignorados.

12 Créditos contra la masa

Estos créditos son los que nacen después de la declaración del concurso e incluyen, entre otros:

Art. 242 TRCL

-
- 1) Salarios de los últimos treinta días de trabajo realizado antes de la declaración de concurso con el límite del doble del salario mínimo interprofesional.
 - 2) Los gastos de asistencia del concurso y de la administración concursal, costas judiciales y demás gastos derivados de la tramitación del concurso.
 - 3) La retribución de la administración concursal.
-

Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España (s.f.-d)

Tabla 4 – Directrices de la EBA sobre las circunstancias en las que resulta apropiado cancelar, transmitir o diluir de forma significativa acciones u otros instrumentos de capital

DIRECTRICES DE LA EBA SOBRE LAS CIRCUNSTANCIAS EN LAS QUE RESULTA APROPIADO CANCELAR, TRANSMITIR O DILUIR DE FORMA SIGNIFICATIVA ACCIONES U OTROS INSTRUMENTOS DE CAPITAL

(cfr. art. 36 aptos. 4 y 8 de la BRRD, EBA/GL/2017/04)

Circunstancias relativas al valor de los derechos de los accionistas	Medidas apropiadas	Medidas inapropiadas
Valor neto positivo de los activos con arreglo a la valoración efectuada de conformidad con el artículo 36, apartado 4, letras b) a g), de la BRRD y la estimación realizada con arreglo al artículo 36, apartado 8, de la BRRD.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Cancelación parcial 2. Transmisión parcial 3. Dilución 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Cancelación total 2. Transmisión total
Valor neto positivo de los activos con arreglo a la valoración efectuada de conformidad con el artículo 36, apartado 4, letras b) a g), de la BRRD, pero valor neto cero o negativo de los activos conforme a la estimación realizada con arreglo al artículo 36, apartado 8, de la BRRD.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Cancelación total o parcial 2. Transmisión total o parcial 3. Dilución 	Ninguna (con coeficientes de conversión apropiados)
Valor neto cero o negativo de los activos con arreglo a la valoración efectuada de conformidad con el artículo 36, apartado 4, letras b) a g), de la BRRD y la estimación realizada con arreglo al artículo 36, apartado 8, de la BRRD.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Cancelación total 2. Transmisión total 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Cancelación parcial 2. Transmisión parcial 3. Dilución

Fuente: Elaboración propia a partir de EBA/GL/2017/04 (2017).

Tabla 5 – Disposiciones relevantes de la normativa bancaria suiza en materia de protección de acreedores y amortización y/o conversión en la aplicación de la herramienta de *bail-in*

DISPOSICIONES RELEVANTES DE LA NORMATIVA BANCARIA SUIZA EN MATERIA DE PROTECCIÓN DE ACREEDORES Y AMORTIZACIÓN Y/O CONVERSIÓN EN LA APLICACIÓN DE LA HERRAMIENTA DE *BAIL-IN*

(cfr. Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, BankG; Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Insolvenz von Banken und Wertpapierhäusern; Bankeninsolvenzverordnung-FINMA, BIV-FINMA)

Disposición	Articulado original	Traducción al español
Art. 30b BankG	<p><i>1 Der Sanierungsplan kann die Reduktion des bisherigen Eigenkapitals und die Schaffung von neuem Eigenkapital, die Wandlung von Fremd- in Eigenkapital sowie die Reduktion von Forderungen vorsehen.</i></p> <p><i>2 Den bisherigen Eignerinnen und Eignern steht kein Bezugsrecht zu.</i></p> <p><i>3 Von der Wandlung sowie der Forderungsreduktion ausgenommen sind:</i></p> <p><i>a. privilegierte Forderungen der ersten und zweiten Klasse nach Artikel 219 Absatz 4 SchKG129: im Umfang ihrer Privilegierung;</i></p> <p><i>b. besicherte Forderungen: im Umfang ihrer Sicherstellung;</i></p> <p><i>c. verrechenbare Forderungen: im Umfang ihrer Verrechenbarkeit; und</i></p> <p><i>d. Forderungen aus Verbindlichkeiten, die die Bank während der Dauer der Massnahmen nach Artikel 26 Absatz 1 Buchstaben e–h oder während eines Sanierungsverfahrens mit Genehmigung</i></p>	<p>1. El plan de saneamiento puede contemplar la reducción del capital propio existente y la creación de nuevo capital propio, la conversión de deudas en capital propio, así como la reducción de créditos.</p> <p>2. Los anteriores propietarios y propietarias no tienen derecho a suscripción preferente.</p> <p>3. Están excluidos de la conversión y de la reducción de créditos:</p> <p>a. créditos privilegiados de primera y segunda clase según el artículo 219, apartado 4, de la Ley de Quiebras (SchKG) 129, en la medida de su privilegio;</p> <p>b. créditos garantizados, en la medida de su garantía;</p> <p>c. créditos compensables, en la medida de su compensabilidad; y</p> <p>d. créditos derivados de obligaciones que el banco pudo contraer durante la duración de las medidas según el artículo 26, apartado 1, letras e-h, o durante un</p>

der FINMA oder eines von dieser eingesetzten Untersuchungs- oder Sanierungsbeauftragten eingehen durfte.

4 Die FINMA kann Forderungen aus Warenlieferungen und Dienstleistungen ausnehmen, soweit dies für die Weiterführung der Bank erforderlich ist.

5 Die Wandlung von Fremd- in Eigenkapital und die Reduktion von Forderungen sind nur möglich, wenn vorher:

a. das Wandlungskapital nach Artikel 11 Absatz 1 Buchstabe b vollständig in Eigenkapital gewandelt und die nach Artikel 11 Absatz 2 ausgegebenen Anleihen mit Forderungsverzicht vollständig reduziert werden; und

b. das Gesellschaftskapital vollständig herabgesetzt wird.

6 Der Bundesrat kann Schuldinstrumente bezeichnen, die entgegen Absatz 5 Buchstabe b vor einer vollständigen Herabsetzung des Gesellschaftskapitals reduziert werden, soweit diese von einer Kantonbank herausgegeben werden und eine angemessene nachträgliche Kompensation der Gläubiger vorsehen.

7 Die Wandlung von Fremd- in Eigenkapital und die Reduktion von Forderungen sind in folgender Reihenfolge vorzunehmen:

a. nachrangige Forderungen;

b. Forderungen, die auf Schuldinstrumenten zur Verlusttragung bei

procedimiento de saneamiento con la aprobación de la FINMA o de un comisario de investigación o saneamiento designado por esta.

4. La FINMA puede excluir créditos por suministro de bienes y servicios, en la medida en que sea necesario para la continuación del banco.

5. La conversión de deudas en capital propio y la reducción de créditos solo son posibles si previamente:

a. el capital de conversión según el artículo 11, apartado 1, letra b, se convierte completamente en capital propio y los bonos emitidos según el artículo 11, apartado 2, con renuncia a créditos se reducen completamente; y

b. el capital social se reduce íntegramente.

6. El Consejo Federal puede designar instrumentos de deuda que, contrariamente al apartado 5, letra b, se reduzcan antes de una reducción completa del capital social, siempre que sean emitidos por un banco cantonal y prevean una compensación posterior adecuada para los acreedores.

7. La conversión de deudas en capital propio y la reducción de créditos deben realizarse en el siguiente orden:

a. créditos subordinados;

b. créditos basados en instrumentos de deuda para la asunción de pérdidas en medidas de insolvencia (*Bail-in-Bonds*); a reserva del apartado 8;

c. otros créditos, excepto los depósitos;

Insolvenzmassnahmen (Bail-in-Bonds) basieren; Absatz 8 bleibt vorbehalten;
c. übrige Forderungen, mit Ausnahme der Einlagen;

d. Einlagen.

8 An Drittgläubiger ausgegebene Bail-in-Bonds von Konzernobergesellschaften nach Artikel 2bis Absatz 1 Buchstabe a fallen in den Rang gemäss Absatz 7 Buchstabe c, soweit die übrigen Forderungen, die in denselben Rang fallen, 5 Prozent des Nominalwerts der gesamthaft anrechenbaren Bail-in-Bonds nicht übersteigen. Die übrigen Forderungen sind in diesem Fall von der Wandlung sowie der Forderungsreduktion ausgenommen.

9 Die FINMA kann vorübergehend die Mitwirkungsrechte der neuen Eigner vollständig suspendieren.

d. depósitos.

8. Los *Bail-in-Bonds* emitidos a terceros acreedores por sociedades matrices del grupo según el artículo 2bis, apartado 1, letra a, se clasificarán en el rango según el apartado 7, letra c, siempre que los demás créditos que caigan en el mismo rango no superen el 5 % del valor nominal de los "Bail-in-Bonds" acumulativamente computables. En este caso, los demás créditos están excluidos de la conversión y de la reducción.

9. La FINMA puede suspender temporalmente por completo los derechos de participación de los nuevos propietarios.

**Art. 30c.1
BankG**

1 Der Sanierungsplan muss folgende Anforderungen erfüllen:

a. Er beruht auf einer vorsichtigen Bewertung der Aktiven und Passiven der Bank und einer vorsichtigen Schätzung des Sanierungsbedarfs.

b. Er stellt Gläubiger voraussichtlich wirtschaftlich nicht schlechter als die sofortige Eröffnung des Bankenkurses.

c. Er berücksichtigt den Vorrang der Interessen der Gläubiger vor denjenigen der Eigner und die Rangfolge der Gläubiger angemessen.

1. El plan de saneamiento debe cumplir con los siguientes requisitos:

a. Debe basarse en una valoración prudente de los activos y pasivos del banco y en una estimación cuidadosa de la necesidad de saneamiento.

b. Debe, previsiblemente, no situar a los acreedores en una posición económica peor que la que resultaría de la apertura inmediata de un concurso de acreedores bancarios.

c. Debe considerar adecuadamente la prelación de los intereses de los acreedores

	<p><i>d. Er berücksichtigt die rechtliche oder wirtschaftliche Verbundenheit unter Aktiven, Passiven und Vertragsverhältnissen angemessen.</i></p>	<p>sobre los de los propietarios y respetar el orden de prelación de los acreedores.</p> <p>d. Debe tener en cuenta de manera apropiada la conexión legal o económica entre los activos, pasivos y relaciones contractuales.</p>
<p>Art. 31.3 BankG</p>	<p><i>3. Die FINMA kann den Sanierungsplan systemrelevanter Banken <u>auch genehmigen, wenn er die Gläubiger in Abweichung von Artikel 30c Absatz 1 Buchstabe b wirtschaftlich schlechter stellt, sofern diese angemessen entschädigt werden.</u></i></p>	<p>3. La FINMA puede aprobar el plan de saneamiento de bancos sistémicamente importantes <u>incluso si este resulta en una posición económica más desfavorable para los acreedores, en contraposición a lo establecido en el artículo 30c, apartado 1, letra b</u>, siempre y cuando se proporcione una compensación adecuada a dichos acreedores.</p>
<p>Art. 47 BIV-FINMA</p>	<p><i>1. Sieht der Sanierungsplan Kapitalmassnahmen nach diesem Abschnitt vor, so ist sicherzustellen, dass:</i></p> <p><i>a. <u>die Interessen der Gläubiger und Gläubigerinnen Vorrang vor denjenigen der Eigner und Eignerinnen geniessen und die Gläubigerhierarchie berücksichtigt wird;</u></i></p> <p><i>b. die Vorschriften des Obligationenrechts sinngemäss angewendet werden.</i></p> <p><i>2. Sofern die Gewährung eines Bezugsrechts die Sanierung gefährden könnte, kann es den bisherigen Eignern und Eignerinnen entzogen werden.</i></p>	<p>1. Si el plan de saneamiento contempla medidas de capital conforme a esta sección, se debe asegurar que:</p> <p>a. <u>Los intereses de los acreedores y acreedoras tengan prioridad sobre los de los propietarios y propietarias, y se tenga en cuenta la jerarquía de acreedores.</u></p> <p>b. Las disposiciones del Derecho de Obligaciones se apliquen de manera correspondiente.</p> <p>2. En caso de que la concesión de un derecho de suscripción pueda poner en peligro el saneamiento, puede ser retirado a los actuales propietarios y propietarias.</p>
<p>Art. 48 BIV-FINMA</p>	<p><i>1. Sieht der Sanierungsplan eine Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital vor, so:</i></p> <p><i>a. muss so viel Fremdkapital in Eigenkapital umgewandelt werden, dass</i></p>	<p>1. Si el plan de saneamiento contempla la conversión de deuda en capital propio, entonces:</p> <p>a. Se debe convertir tanto capital ajeno en capital propio como sea necesario para</p>

die Bank nach erfolgter Sanierung, die für die Fortführung der Geschäftstätigkeit notwendigen Eigenmittelanforderungen zweifelsfrei erfüllt;

b. muss vor der Wandlung von Fremd- in Eigenkapital das Gesellschaftskapital vollständig herabgesetzt werden;

c. darf die Wandlung von Fremd- in Eigenkapital erst vorgenommen werden, wenn die von der Bank ausgegebenen Schuldinstrumente im zusätzlichen Kernkapital oder Ergänzungskapital, wie insbesondere bedingte Pflichtwandelanleihen, in Eigenkapital gewandelt wurden;

d. ist bei der Wandlung von Fremd- in Eigenkapital folgende Rangfolge einzuhalten, wobei Forderungen des nächsten Ranges erst gewandelt werden, wenn die Umwandlung von Forderungen des vorangehenden Ranges nicht ausreicht, um die Eigenmittelanforderungen nach Buchstabe a zu erfüllen:

- 1. nachrangige Forderungen ohne Eigenmittelanrechnung,*
- 2. übrige Forderungen, soweit sie nicht von der Wandlung ausgeschlossen sind, mit Ausnahme der Einlagen, und*
- 3. Einlagen, soweit diese nicht privilegiert sind.*

que, una vez efectuado el saneamiento, el banco cumpla indiscutiblemente con los requisitos de capital propio necesarios para la continuación de sus operaciones comerciales.

b. Antes de la conversión de deuda en capital propio, el capital social debe reducirse íntegramente.

c. La conversión de deuda en capital propio solo puede llevarse a cabo una vez que los instrumentos de deuda emitidos por el banco en el capital básico adicional o en el capital complementario, como por ejemplo las obligaciones convertibles contingentes, hayan sido convertidos en capital propio.

d. En la conversión de deuda en capital propio, se debe respetar el siguiente orden de prelación, donde las deudas del rango siguiente solo se convertirán si la conversión de las deudas del rango anterior no es suficiente para cumplir con los requisitos de capital propio según la letra a:

1. Reclamaciones subordinadas sin cómputo en el capital propio.
2. Otras reclamaciones, en la medida en que no estén excluidas de la conversión, con excepción de los depósitos.
3. Depósitos, siempre que no estén privilegiados.