



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A
TRAVÉS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES
CONVERTIBLES CONTINGENTES**

Santiago Herrero-Tejedor Jiménez de Andrade

5º E-3 B

Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Martín Baumeister

Madrid

Abril 2024

ÍNDICE:

I.	INTRODUCCIÓN.....	1
1.	ANTECEDENTES Y SITUACIÓN ACTUAL DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES CONTINGENTES.....	1
2.	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y ESTRUCTURA DEL TRABAJO .	4
II.	OBLIGACIONES CONVERTIBLES CONTINGENTES: INSTRUMENTOS HÍBRIDOS PARA ABSORBER PÉRDIDAS EN SITUACIONES DE ESTRÉS FINANCIERO.....	6
1.	INTRODUCCIÓN.....	6
1.1.	Concepto y propósito.....	6
1.2.	Origen, evolución histórica y situación actual.....	7
2.	CARACTERÍSTICAS Y MECÁNICA.....	9
2.1.	Estructura básica y características principales	9
2.1.1.	<i>Mecanismos de absorción de pérdidas: conversion-to-equity (CE) y principal write-down (PWD)</i>	<i>10</i>
2.1.2.	<i>Disparadores de conversión: mecánicos y discrecionales.....</i>	<i>12</i>
2.2.	Variaciones sobre la estructura básica de los CoCos	14
2.3.	Diferencias de los CoCos con respecto a los bonos convertibles tradicionales	16
3.	VENTAJAS, RIESGOS Y DESAFÍOS.....	17
3.1.	Ventajas para las entidades emisoras y los inversores. En particular, el efecto fiscal del pago de intereses de los CoCos	17
3.2.	Riesgos para los inversores en CoCos y los accionistas	20
3.3.	Incentivos para la manipulación del mercado, efectos adversos y posibles soluciones.....	21

III.	REGULACIÓN FINANCIERA Y BANCARIA DE LOS ACUERDOS DE BASILEA III. TRATAMIENTO REGULATORIO DE LOS COCOS.....	24
1.	ORÍGENES DE LOS ACUERDOS DE BASILEA III.....	24
2.	TRANSPOSICIÓN DE BASILEA III A LA LEGISLACIÓN EUROPEA.....	25
3.	CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES Y OBJETIVOS DE BASILEA III.....	27
3.1.	Fortalecimiento del marco de capital	27
3.2.	Introducción de un estándar de liquidez internacional	29
3.3.	Conclusión acerca de los ejes de reforma de Basilea III.....	30
4.	TRATAMIENTO DE LOS COCOS BAJO BASILEA III.....	30
4.1.	Redefinición de los niveles de capital en Basilea III.....	30
4.1.1.	<i>Límites mínimos para cada nivel de capital.....</i>	<i>32</i>
4.1.2.	<i>Ventajas e inconvenientes del endurecimiento del requisito de capital</i>	<i>33</i>
4.2.	Computabilidad de los CoCos como capital de nivel 1 adicional (AT1)....	34
4.2.1.	<i>Carácter perpetuo</i>	<i>35</i>
4.2.2.	<i>Remuneración discrecional.....</i>	<i>36</i>
4.2.3.	<i>Cláusula de convertibilidad contingente o eventual.....</i>	<i>36</i>
4.2.4.	<i>Conclusión acerca de los requisitos que deben reunir los CoCos para computar como capital AT1.....</i>	<i>37</i>
IV.	ANÁLISIS CRÍTICO DEL ROL PRINCIPAL QUE DESEMPEÑARON LOS COCOS EN EL CASO CREDIT SUISSE-UBS.....	38
1.	ANTECEDENTES DEL CASO.....	38
2.	RESCATE DE CREDIT SUISSE POR UBS	40
3.	AMORTIZACIÓN TOTAL DE LOS COCOS AT1 DE CREDIT SUISSE.....	41
3.1.	Argumentos en contra de la decisión de amortizar los CoCos AT1.....	41
3.1.1.	<i>Vulneración de la regla de la prioridad absoluta</i>	<i>42</i>
3.1.2.	<i>Ambigüedad en la redacción de los términos y condiciones de los CoCos</i>	<i>44</i>

3.2.	Argumentos de las autoridades financieras suizas para amortizar los CoCos AT1.....	45
3.2.1.	<i>Credit Suisse como entidad de importancia sistémica, “demasiado grande para dejarla caer” (too big to fail).....</i>	45
3.2.2.	<i>Los términos contractuales de la emisión de los CoCos AT1 contemplaban su amortización total.....</i>	46
4.	LECCIONES APRENDIDAS.....	48
V.	CONCLUSIONES.....	51
VI.	BIBLIOGRAFÍA.....	54

I. INTRODUCCIÓN

1. ANTECEDENTES Y SITUACIÓN ACTUAL DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES CONTINGENTES

John Fitzgerald Kennedy, trigésimo quinto presidente de los Estados Unidos, tras hacer frente a crisis geopolíticas y militares tan relevantes como la de los misiles de Cuba de 1962 o la construcción del Muro de Berlín en 1961, reflexionó: “Los chinos utilizan dos pinceladas para escribir la palabra ‘crisis’. Una pincelada significa peligro; la otra, oportunidad”. En efecto, esas peligrosas oportunidades que se producen “cuando lo viejo no acaba de morir y cuando lo nuevo no acaba de nacer”, en palabras del poeta alemán Bertolt Brecht, van moldeando la destrucción creativa que es el progreso social, al que sigue el Derecho.

La crisis financiera de 2008 fue buen ejemplo de ello. La Gran Recesión sacó a la luz las deficiencias de la regulación bancaria, que no supo ofrecer soluciones satisfactorias a las amenazas que enfrentaron las entidades financieras. Los bancos se apalancaron excesivamente “dentro y fuera de balance”¹ durante la etapa de crecimiento económico previa a 2008, y sus balances crecieron de forma exponencial, pero la cantidad y la calidad del capital disponible para absorber pérdidas sufrieron una desafortunada disminución². En ese contexto, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y la explosión de la burbuja inmobiliaria – entre otros motivos – resultaron en pérdidas masivas para el sector financiero, que ascendieron a casi un trillón de euros en Europa tan solo en la etapa de 2007-2010 – cerca del 8% del PIB europeo³.

Las autoridades financieras se vieron ante “una fuerte disyuntiva política al abordar las quiebras bancarias”⁴, y tuvieron que decidir entre rescates financieros (*bail-outs*) o exigir

¹ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS (2010). Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios, p.7.

² 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), p.67.

³ *Ídem*, p.68.

⁴ Dell'Ariccia, G., Martínez 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, p.4.

recapitalizaciones internas (*bail-ins*). Temerosas de la amenaza sistémica que conlleva la caída de los bancos ⁵ y de su efecto contagio (*spillover*) en el sistema financiero y en la economía real ⁶, se propusieron hacer lo que fuera necesario – o, en palabras del entonces presidente del BCE Mario Draghi, *whatever it takes* – para garantizar la estabilidad financiera. Así, “la mayoría de los bancos en quiebra fueron rescatados” ⁷ gracias a ayudas públicas que representaron el 39% del PIB europeo ⁸. Dicho de otro modo, “los costes y los riesgos corrieron a cargo de los contribuyentes” ⁹.

Como reacción, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), “organismo encargado a nivel mundial de la regulación prudencial de los bancos” ¹⁰, emitió en diciembre de 2010 el documento de “Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios” (en adelante, Basilea III), que se propuso, desde el comienzo de su introducción,

“reforzar las normas internacionales de capital y liquidez con el fin de promover un sector bancario más resistente (...), mejorar la capacidad del sector bancario para absorber perturbaciones procedentes de tensiones financieras o económicas de cualquier tipo, reduciendo con ello el riesgo de contagio desde el sector financiero hacia la economía real” ¹¹.

⁵ Goodhart, C., & Avgouleas, E. (2014). A Critical Evaluation of Bail-Ins as Bank Recapitalisation Mechanisms. Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 10065, p.2.

⁶ Thomson, J. B. (2010). On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation. DePaul Business & Commercial Law Journal, 8(2), pp. 2-3.

⁷ 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, p.4.

⁸ 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), p.67.

⁹ 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, p.4.

¹⁰ Banco de España. (s.f.-e). La actividad internacional en el ámbito supervisor: el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS).

¹¹ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS (2010). Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios, p.7.

En definitiva, con Basilea III, el sector financiero se dotó de una nueva y más sostenible regulación prudencial, para reducir la probabilidad de crisis y minimizar los costes en caso de que esta se produjera ¹². Lo primero se lograría mediante la mejora de la calidad y cantidad del capital de las entidades financieras, con la consiguiente limitación del apalancamiento ¹³; mientras que lo segundo se alcanzaría priorizando las recapitalizaciones internas sobre los rescates públicos, de manera que los costes de las quiebras de los bancos se trasladarían a sus accionistas y acreedores ¹⁴.

Bajo estas circunstancias, las obligaciones convertibles contingentes (*Contingent Convertible Bonds* o CoCos, como se les conoce comúnmente) irrumpieron en el mundo financiero como la solución buscada. Estos nuevos instrumentos financieros, concebidos como instrumentos de deuda (obligaciones) que se convierten en capital social (convertibles) cuando la entidad atraviesa situaciones de estrés financiero o *contingency events* (contingentes), “están diseñados para absorber las pérdidas de un banco en dificultades en el momento de su conversión, contribuyendo así a capitalizarlo” ¹⁵. De este modo, los CoCos son una “fuente de capital fácilmente disponible en tiempos de crisis” ¹⁶, reducen la necesidad de rescates financiados por el contribuyente ¹⁷ y ayudan a satisfacer los requisitos regulatorios de capital ¹⁸.

¹² Dell'Ariccia, G., Martínez 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, p.4.

¹³ 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), p.69.

¹⁴ Goodhart, C., & Avgouleas, E. (2014). A Critical Evaluation of Bail-Ins as Bank Recapitalisation Mechanisms. Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 10065, p.2.

¹⁵ 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, p.66.

¹⁶ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. BIS Quarterly Review, pp. 43-56, p.2.

¹⁷ Albul, B., Jaffee, D. M., & Tchisty, A. (2016). Contingent Convertible Bonds and Capital Structure Decisions, pp. 1-45. SSRN, p.1.

¹⁸ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. BIS Quarterly Review, pp. 43-56, p.1.

La última década ha sido testigo de numerosas y muy relevantes emisiones de CoCos por entidades financieras, suscritas por inversores atraídos por los mayores rendimientos que ofrecen frente a los bonos tradicionales ¹⁹. El pasado marzo de 2023, los CoCos regresaron al foco de atención con ocasión del rescate de Credit Suisse por UBS, en el seno del cual se amortizaron totalmente CoCos de Credit Suisse por valor de 16 billones de francos suizos – aproximadamente 16 billones de euros – antes de que los accionistas del banco absorbieran pérdidas ²⁰, dinamitando así el esquema tradicional de la prelación concursal ²¹.

La consternación que esto causó en los mercados financieros y la minicrisis que se desencadenó en el mercado de bonos de capital adicional de nivel 1 o AT1 ²², entre los que se cuentan los CoCos, han devuelto a estos instrumentos a las portadas de la prensa financiera y justifican la necesidad y actualidad de este estudio.

2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y ESTRUCTURA DEL TRABAJO

Este trabajo estudiará en profundidad la financiación de las entidades de crédito a través de la emisión de obligaciones convertibles contingentes. Lo hará dividiéndose en tres grandes bloques, ordenados lógicamente y secuencialmente: (i) la naturaleza y estructura de los CoCos, (ii) la regulación financiera de los Acuerdos de Basilea III y su implementación en la Unión Europea y particularmente en Suiza, y (iii) la aplicación de lo anterior al caso de Credit Suisse y UBS comenzado en marzo de 2023.

En el primer bloque, se examinará la naturaleza y la estructura de los CoCos, analizando cómo su diseño pretende equilibrar la estabilidad financiera con los riesgos inherentes a

¹⁹ 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, p.67.

²⁰ FINMA (2023a). FINMA provides information about the basis for writing down AT1 capital instruments, p.1.

²¹ 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, de 23 de abril de 2021.

²² 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, p.69.

su conversión. Se abordarán sus características fundamentales de capacidad de absorción de pérdidas (*loss absorption capacity*) y el mecanismo disparador (*trigger event*) que activa la conversión en capital, así como los potenciales efectos adversos y los incentivos para la manipulación del mercado, entre otros.

El segundo bloque se centrará en los Acuerdos de Basilea III, subrayando su influencia en la adopción y regulación de los CoCos dentro del marco de capital regulador de las entidades bancarias en la Unión Europea. Esta sección profundizará en la incorporación y endurecimiento de los requisitos de capital y liquidez, y en cómo los CoCos se integran en el marco de estos requisitos para mejorar la resiliencia de las entidades frente a crisis financieras. Se hará particular hincapié en la regulación financiera y bancaria suiza.

Por último, el tercer bloque tratará el caso de Credit Suisse y UBS en 2023, un evento reciente que ilustra la aplicación práctica y las implicaciones de los CoCos en un contexto de crisis bancaria real. Este análisis proporcionará una visión crítica de cómo los mecanismos de los CoCos funcionaron en la práctica, los desafíos enfrentados durante la crisis y las lecciones aprendidas en términos de gestión de riesgos, regulación financiera y estabilidad del sistema bancario.

En fin, el presente trabajo tan solo va a considerar las emisiones de CoCos realizadas por las entidades financieras o bancos, por lo que, siempre que se haga referencia a un banco, una entidad financiera, una entidad de crédito, una institución financiera, etc., se hará indistintamente.

II. OBLIGACIONES CONVERTIBLES CONTINGENTES: INSTRUMENTOS HÍBRIDOS PARA ABSORBER PÉRDIDAS EN SITUACIONES DE ESTRÉS FINANCIERO

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Concepto y propósito

Las obligaciones convertibles contingentes, *contingent convertible bonds* o CoCos son valores emitidos como deuda que se pueden convertir en capital social si la entidad emisora enfrenta dificultades financieras ²³. Se les considera instrumentos híbridos porque tienen una “naturaleza dual que combina características de la renta fija con otras de capital, ya que pueden transformarse en acciones o amortizarse con el fin de cubrir pérdidas” ²⁴. Así, los CoCos son *obligaciones* por cuanto se emiten como instrumentos de deuda, son *convertibles* puesto que pueden abandonar su condición inicial de deuda para convertirse en capital social o amortizarse, y son *contingentes* porque la conversión o amortización se activa ante situaciones de estrés financiero – esto es, contingencias.

Los CoCos sirven al propósito principal de absorber las pérdidas de la entidad emisora que atraviesa dificultades financieras ²⁵, actuando como una fuente fácilmente disponible de capital social ²⁶. Al convertirse o amortizarse los CoCos, la reducción del pasivo del emisor y consiguiente aumento de su ratio de capital social – capitalización – refuerza la resistencia del banco ante circunstancias de tensión financiera, ya que puede soportar más

²³ Berg, T., & Kaserer, C. (2015). Does contingent capital induce excessive risk-taking? *Journal of Financial Intermediation*, 24(3), p.4.

²⁴ 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, p.2.

²⁵ 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*, p.66.

²⁶ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, pp. 43-56, p.2.

fácilmente las pérdidas, contribuye a evitar rescates financiados por los contribuyentes²⁷ y “alivia al emisor la carga de levantar capital en momentos difíciles”²⁸.

1.2. Origen, evolución histórica y situación actual

El origen de los CoCos se remonta a 2005, cuando Mark J. Flannery, economista estadounidense, propuso introducir las que bautizó como obligaciones convertibles inversas (*Reverse Convertible Debentures*). Las definió como “certificados de deuda que abonan un pago fijo a sus titulares, pero se convierten en acciones ordinarias cuando el coeficiente de capital del banco cae por debajo de un nivel preestablecido”²⁹. Las consideró inversas a las obligaciones convertibles tradicionales porque la opción de convertir la obligación en acciones no residiría en el titular de la obligación, sino que se ejercitaría automáticamente en función del nivel del coeficiente de capital del banco.

No obstante, no fue hasta la explosión de la crisis financiera de 2008 que se llamó la atención sobre la eficacia de los CoCos para resolver los problemas que surgieron. En 2009, Flannery volvió a subrayar “la necesidad de un sistema que garantice que las grandes instituciones financieras mantengan siempre un capital suficiente”³⁰, e insistió en que los CoCos (a los que llamó *Contingent Capital Certificates* en esta ocasión) podían “reducir en gran medida la probabilidad de que una gran entidad financiera sufriera pérdidas superiores a su capital ordinario”³¹.

La propuesta de Flannery era simple. Partía de que una entidad entra en quiebra cuando el valor de sus obligaciones de pago o pasivos (*promised liability payments*) supera el valor de sus activos, puesto que no tiene suficientes recursos para cubrir sus deudas.

²⁷ Berg, T., & Kaserer, C. (2015). Does contingent capital induce excessive risk-taking? *Journal of Financial Intermediation*, 24(3), p.4.

²⁸ Chan, S., & van Wijnbergen, S. (2017). CoCo Design, Risk Shifting Incentives and Financial Fragility. *ECMI Working Paper No. 2*, p.6.

²⁹ Bijlsma, M., Klomp, J., Duineveld, S. (s.f.). Systemic risk in the financial sector: A review and synthesis. CPB, p.60.

³⁰ Flannery, M. J. (2009). Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates, pp. 1-33. SSRN, p.1.

³¹ *Ídem*, p.1.

Contemplado desde el lado del patrimonio neto del balance (*equity*, en adelante), la quiebra o insolvencia ocurre cuando las pérdidas erosionan tanto el capital social y las reservas que el valor neto del patrimonio es de cero o negativo. En pocas palabras, una entidad financiera entra en quiebra cuando el valor de su *equity* desciende a cero. Pues bien, Flannery, que durante la Gran Recesión observaba a su alrededor ingentes pérdidas de grandes bancos – porque aumentó la tasa de impago, los depositarios retiraron su dinero en masa, muchas inversiones arriesgadas no devolvieron los retornos esperados... –, quiso evitar futuras quiebras sugiriendo adoptar los CoCos como instrumento de financiación. En palabras suyas:

“Si la entidad sufre pérdidas, una cláusula de los CCC [*Contingent Capital Certificate* o certificados de capital contingente, CoCos hoy en día] especifica que parte de los CCC se conviertan en capital ordinario para reemplazar el valor del *equity* perdido. No entran nuevos fondos en la empresa. En lugar de ello, se reduce su apalancamiento sustituyendo parte de su deuda por acciones ordinarias convertidas”³².

Los CoCos empezaron a gozar de una calurosa acogida entre la doctrina económica, que ideaba y proponía sobre la base de lo presentado por Flannery. Las autoridades reguladoras los contemplaron como una posible solución, hasta el punto de que los Acuerdos de Basilea III de finales de 2010 allanaron el camino para su regulación. Los bancos también se sumaron paulatinamente al entusiasmo, y las primeras emisiones llegaron entre finales de 2009 y principios de 2010, con Lloyds Bank, Rabobank y Credit Suisse como pioneros. En España, el primer emisor fue BBVA, en mayo de 2013³³. Entre junio de 2009 y junio de 2013, se emitieron CoCos por un importe de 70 billones de dólares³⁴.

³² *Ídem*, p.6.

³³ 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*, p.2.

³⁴ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, pp. 43-56, p.1.

Desde entonces, se sucedieron múltiples emisiones que hicieron que el mercado de CoCos creciera exponencialmente hasta marzo de 2023, cuando la “minicrisis en el mercado de bonos AT1”³⁵ puso en cuestión este activo financiero. No obstante, la confianza se comenzó a reponer rápidamente, y en abril de 2023 el banco japonés SMFG emitió CoCos por un valor de 1.000 millones de dólares³⁶, mientras que, en Europa, BBVA colocó 1.000 millones de euros en la emisión de un CoCo en junio y otros 930 millones de euros en septiembre³⁷. El hecho de que la demanda triplicara a la oferta en esta última emisión, el anuncio de una nueva colocación de 1.500 millones de euros en CoCos por BBVA en febrero de 2024³⁸, y la oleada de nuevas emisiones de CoCos en el mercado parecen haber devuelto las obligaciones convertibles contingentes al lugar que ocupaban antes de la crisis de Credit Suisse. Su estudio parece más oportuno que nunca.

2. CARACTERÍSTICAS Y MECÁNICA

2.1. Estructura básica y características principales

La estructura básica de los CoCos está determinada por su objetivo primordial de ser una fuente de capital bancario fácilmente disponible durante períodos de crisis. A la luz de este propósito, se entiende que su diseño trate de satisfacer varios requisitos: (i) los CoCos deben soportar automáticamente las pérdidas antes o en el momento de la insolvencia, (ii) la activación del mecanismo de absorción de pérdidas debe estar en función del coeficiente de capital de la entidad emisora, y (iii) su estructura debe ser resistente a manipulaciones de precios y ataques especulativos³⁹.

³⁵ 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, p.69.

³⁶ Disponible en: <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/smfg-becomes-1st-big-japan-bank-sell-at1-bonds-since-csuisses-debt-wipeout-2023-04-19/>

³⁷ Disponible en: <https://www.bbva.com/es/bbva-lanza-en-ee-uu-el-segundo-coco-de-2023/>

³⁸ Disponible en: <https://forbes.es/ultima-hora/418591/bbva-se-prepara-para-lanzar-una-nueva-emision-de-cocos-de-hasta-1-500-millones-de-euros/>

³⁹ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, pp. 43-56, p.2.

De lo anterior se desprende que los CoCos tengan dos características estructurales– el mecanismo de absorción de pérdidas (*loss absorption mechanism*) y el presupuesto de hecho, disparador o detonante que activa ese mecanismo (*trigger event*)⁴⁰.

2.1.1. Mecanismos de absorción de pérdidas: *conversion-to-equity* (CE) y *principal write-down* (PWD)

Los CoCos absorben pérdidas reduciendo la ratio de apalancamiento del banco y aumentando, consecuentemente, la ratio de capital ordinario. La entidad tiene menos obligaciones de pago a las que hacer frente, y a la vez cuenta con un mayor colchón de capital que la hace más resistente al efecto negativo que las pérdidas tienen en el *equity*.

Los CoCos hacen crecer el *equity* de dos maneras alternativas. Por un lado, los CoCos con un mecanismo de absorción de pérdidas *conversion-to-equity* (CE) aumentan el capital ordinario al convertirse de deuda a capital a un tipo o coeficiente de conversión. Por otro lado, aquellos cuyo mecanismo de absorción es el *principal writedown* (PWD) incrementan el *equity* al incurrir en una amortización⁴¹. A continuación, se tratará cada uno de los dos mecanismos separadamente.

a. *Conversion-to-equity* CoCos (CE)

Los CoCos con una cláusula *conversion-to-equity* transforman las obligaciones en acciones ordinarias. Soportan las pérdidas “a través de una previsión de convertibilidad forzosa en capital social cuando se den ciertos ratios o requisitos referenciados a valores mercado o contables y definatorios de preinsolvencia”⁴². Es decir, cuando se cumple el presupuesto de hecho fijado – típicamente, que la ratio de capital caiga por debajo de un

⁴⁰ 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. ISBN: 978-84-9086-510-1, p.20.

⁴¹ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. BIS Quarterly Review, pp. 43-56, p.4.

⁴² 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. ISBN: 978-84-9086-510-1, p.21.

valor concreto –, los tenedores de este tipo de CoCos reciben un número de acciones ordinarias calculado en función de un coeficiente de conversión ⁴³. Así, la entidad emisora verá su pasivo reducido, por lo que tendrá menores obligaciones de pago – i.e. no deberá devolver su inversión a los bonistas, que habrán pasado a ser accionistas –, y su capital ordinario será mayor. En una palabra, logrará absorber más pérdidas.

La determinación del coeficiente de conversión de este tipo de CoCos en acciones ordinarias genera debate. Este coeficiente, entendido como la relación que determina la cantidad de acciones que se recibirán por cada CoCo convertido, puede establecerse de distintos modos ⁴⁴, tratándose de:

- (1) la cotización de las acciones en el momento de activarse la conversión;
- (2) un precio preestablecido (a menudo el precio de las acciones al emitir el CoCo);
- (3) una combinación de (1) y (2), equivalente al valor de cotización de las acciones, pero con un precio mínimo predefinido (*price floor*).

Cada opción despliega un efecto dilusivo distinto sobre los accionistas, lo que moldea sus incentivos para evitar o promover que se dispare la conversión de los CoCos en acciones. Por ejemplo, si el coeficiente de conversión se fija con relación al valor de cotización de las acciones – opción (1) –, los accionistas se verán más diluidos, en tanto que lo más probable es que la acción cotice a un precio bajo al activarse la conversión, porque esto significará que la entidad atraviesa dificultades financieras. No obstante, esa dilución potencial haría que los incentivos de los accionistas para evitar la detonación del mecanismo de conversión fueran mayores. Algo inverso ocurre con la opción (2) – menor dilución, pero también menores incentivos para evitar que se dispare el mecanismo. Por

⁴³ Berg, T., & Kaserer, C. (2015). Does contingent capital induce excessive risk-taking? *Journal of Financial Intermediation*, 24(3), p.4.

⁴⁴ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, pp. 43-56, p.46.

su parte, la opción (3) protege a los accionistas de una dilución ilimitada, a la par que preserva sus incentivos para evitar la conversión ⁴⁵.

b. Principal writedown CoCos (PWD)

Los CoCos con una cláusula *principal writedown* se amortizan cuando se cumple un presupuesto de hecho o *trigger*, sufriendo una “quita de su valor” ⁴⁶. La amortización (*write-down*) de la deuda resulta inmediatamente en un aumento del coeficiente de capital, que soporta con más resiliencia las pérdidas. De hecho, cuando los CoCos se amortizan, sus tenedores son los que absorben las primeras pérdidas, en lugar de los accionistas originales, por lo que hay una transferencia de riqueza en favor de los accionistas ⁴⁷.

Si bien la mayoría de los CoCos PWD tienen una cláusula de amortización total, esta también puede ser parcial. Así ocurrió, por ejemplo, en el CoCo emitido por Rabobank en marzo de 2010, que disponía que “los titulares de los CoCos perderían el 75% del valor nominal y recibirían el 25% restante en efectivo” ⁴⁸..

2.1.2. Disparadores de conversión: mecánicos y discrecionales

La segunda característica fundamental de los CoCos es que cuentan con un disparador, detonante o activador del mecanismo de absorción de pérdidas (*trigger event*). Por definición, este revelará que el banco se encuentra en un estado de estrés financiero – contingencia – que exige que el CoCo se amortice (PWD) o se convierta en capital ordinario (CE). Hasta que eso no ocurra, los CoCos se comportarán como una obligación

⁴⁵ 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, p.67.

⁴⁶ 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. ISBN: 978-84-9086-510-1, p.20.

⁴⁷ Chan, S., & van Wijnbergen, S. (2017). CoCo Design, Risk Shifting Incentives and Financial Fragility. ECMI Working Paper No. 2, p.5.

⁴⁸ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, pp. 43-56, p.46.

tradicional, esto es, como un instrumento de financiación de la entidad financiera con fondos ajenos.

Definido el disparador como el “punto al que se activa el mecanismo de absorción de pérdidas”⁴⁹, este puede ser de dos tipos: mecánico o discrecional.

a. *Trigger mecánico o contractual*

El mecanismo de absorción de pérdidas (*conversion-to-equity* o *principal writedown*) se dispara cuando el capital del banco emisor del CoCo cae por debajo de un umbral predefinido específico⁵⁰. Este umbral está claramente definido en términos numéricos y objetivos, y la conversión se desencadena automáticamente sin necesidad de una evaluación subjetiva, lo que hace que el proceso sea “mecánico” o, en palabras de García de Enterría⁵¹, forzoso u obligatorio.

El punto en el cual se activa el *trigger* mecánico puede calcularse desde un valor contable o en libros del nivel de capital del banco (*book-value trigger*), o desde su valor de mercado (*market-value trigger*). La efectividad de los *book-value triggers* depende de la frecuencia y precisión con que se cifre y actualice el umbral de capital, lo que puede llevar a activaciones tardías. Por su parte, los *market-value triggers*, que se fijan según la capitalización bursátil del banco, intentan evitar estos problemas, pero pueden ser complicados de valorar y propensos a incentivar la manipulación del precio de las acciones⁵².

⁴⁹ 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, p.67.

⁵⁰ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, pp. 43-56, pp.44-45.

⁵¹ García de Enterría, J. (2011). Título XI Capítulo III. Obligaciones convertibles [Arts. 414 a 418]. En Rojo Fernández Río, Á. J. (Coord.), Beltrán Sánchez, E. M. (Coord.), 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. ISBN 978-84-470-3621-9, p.3.

⁵² Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, pp. 43-56, pp.44-45.

Sea como fuere, es claro que los *triggers* mecánicos se definen en términos objetivos y se activan cuando el nivel de capital del banco, calculado a valor contable o a valor de mercado, alcanza un umbral predefinido.

b. Trigger discrecional

Los disparadores discrecionales se activan en función del juicio de los supervisores financieros sobre la solvencia del banco emisor. En particular, los supervisores pueden activar el mecanismo de absorción de pérdidas si estiman que ello es necesario para prevenir la insolvencia de la entidad emisora, porque se ha alcanzado un punto de no viabilidad – es por ello por lo que son más conocidos como *point-of-no-viability triggers* (PONV). Así, la supervisión bancaria puede decidir favorecer una recapitalización interna estatutariamente (*statutory bail-in*) si lo estima oportuno ⁵³.

Si bien la subjetividad de la decisión genera incertidumbre sobre el momento de la activación, los *triggers* discrecionales permiten a los reguladores compensar la falta de puntualidad o fiabilidad de los *triggers* mecánicos ⁵⁴, y son un instrumento eficaz y veloz para reaccionar a situaciones de particular estrés financiero.

2.2. Variaciones sobre la estructura básica de los CoCos

Lo desarrollado hasta el momento es la estructura básica de las obligaciones convertibles contingentes – instrumento de financiación híbrido que absorbe pérdidas convirtiéndose en *equity* o amortizándose cuando se alcanza un *trigger* mecánico o discrecional. Sin embargo, las entidades financieras tienen posibilidad de innovar en su diseño, modificando sus características en el momento de emisión. Baste tratar brevemente en este apartado un par de diseños alternativos de los CoCos.

⁵³ 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, p.67.

⁵⁴ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, pp. 43-56, pp.45-46.

Por un lado, Bolton y Samama propusieron en 2012⁵⁵ un bono convertible inverso (*reverse convertible bond*) sin disparador mecánico o discrecional, sino con una opción para que el emisor convierta la obligación en acciones. Así, la entidad emisora adquiriría una opción (*put option*) para emitir nuevas acciones a un precio de ejercicio predeterminado, a diferencia de lo que ocurre con los bonos convertibles convencionales, en los que es el inversor quien posee la opción de conversión. Esta estructura tiene tres virtudes claras: es simple, permite fijar los precios sencillamente – el punto óptimo de conversión es fácilmente predecible según la teoría tradicional de fijación de precios de las opciones, reduciendo así sustancialmente la incertidumbre de los CoCos –, y favorece una recapitalización transparente – excluye al regulador de la decisión de conversión y permite al emisor decidir cuándo y cómo recapitalizar ⁵⁶.

Por otro lado, McDonald desarrolló en 2011 ⁵⁷ su idea del capital contingente con doble *trigger* (*dual trigger contingent capital*). Mientras que la estructura básica de los CoCos contempla que puedan tener más de un disparador, en cuyo caso el mecanismo de absorción de pérdidas se activa cuando se alcance cualquiera de ellos ⁵⁸; McDonald exigió el cumplimiento simultáneo de dos presupuestos de hecho: (i) que la cotización de la acción del banco cayera por debajo de un valor predefinido, y (ii) que el valor agregado de un índice de entidades financieras también se desplomara por debajo de un umbral. De esa manera, la estructura de *trigger* doble consigue que la conversión solo tenga lugar si hay una caída generalizada del valor de las entidades financieras, lo que ocurre en momentos de crisis financiera, mientras que permite la quiebra de un banco si el sector financiero en su conjunto funciona adecuadamente.

⁵⁵ 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, p.73.

⁵⁶ *Ídem*, p.73.

⁵⁷ McDonald, R. L. (2013). Contingent capital with a dual price trigger. *Journal of Financial Stability*, 9(2), pp. 230-241.

⁵⁸ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. *BIS Quarterly Review*, pp. 43-56, pp.44-45.

En definitiva, los dos ejemplos anteriores ilustran que, si bien los CoCos tienen una estructura básica clara, los emisores pueden innovar en su diseño de distintas maneras.

2.3. Diferencias de los CoCos con respecto a los bonos convertibles tradicionales

Los CoCos se enmarcan en una subcategoría de los bonos convertibles tradicionales. Por tanto, comparten con ellos cuestiones conceptuales, de diseño y regulatorias – e.g. en Derecho español, les resulta igualmente de aplicación el régimen societario de las obligaciones convertibles de la Ley de Sociedades de Capital ⁵⁹ –, pero también presentan diferencias sustanciales.

En primer lugar, la diferencia más llamativa es de rendimiento. Como explica el binomio riesgo-rentabilidad, el mayor riesgo que entraña invertir en CoCos frente a bonos tradicionales justifica que los primeros ofrezcan mayores rendimientos ⁶⁰. Esta mayor rentabilidad compensa a los inversores por el riesgo adicional que asumen, dada la naturaleza contingente de los CoCos, que puede resultar en una pérdida potencial para los inversores en el momento de conversión o amortización; su posición en la prelación de acreedores y el alto componente sistémico en su riesgo ⁶¹.

En segundo lugar, en cuanto a la naturaleza del emisor de cada instrumento, los CoCos son activos financieros específicamente diseñados para las entidades bancarias, con el propósito de fortalecer su resiliencia financiera, mientras que los bonos convertibles convencionales se ofrecen en un espectro más amplio de empresas. Ello explica que en los CoCos prime su condición de herramientas de protección de la condición financiera de los bancos, y que los bonos convertibles sean más bien una inversión estratégica generalmente guiada por cuestiones de oportunidad financiera – i.e. se convierten si y solo si hacerlo conduce a un retorno mayor de la inversión.

⁵⁹ 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*, p.4.

⁶⁰ 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, p.67.

⁶¹ *Ídem*, p.67.

En tercer lugar, desde la perspectiva del impacto en los inversores y la estructura de capital, la conversión de los CoCos puede resultar en una dilución significativa de los accionistas existentes, reforzando la base de capital del banco en periodos de estrés financiero ⁶². Por su parte, los bonos convertibles tradicionales acarrearán una dilución potencial más predecible, que tanto inversores como emisores pueden anticipar.

En cuarto lugar, el tratamiento regulatorio de los CoCos y los bonos convertibles también es diferente. Los primeros han adquirido importancia, especialmente en el contexto europeo, como medio para cumplir con los requisitos de capital que impone Basilea III a las instituciones financieras, lo que ha derivado en una producción regulatoria especial a nivel internacional ⁶³. Los segundos, sin embargo, se regulan de forma más diversa y en términos más generales en las legislaciones nacionales.

En síntesis, mientras que ambos instrumentos comparten la característica convertible, los CoCos se destacan por su papel central en la estabilización financiera de los bancos durante tiempos de crisis; a diferencia de los bonos convertibles tradicionales, que sirven como una herramienta de financiación más versátil y estratégica para las empresas en general.

3. VENTAJAS, RIESGOS Y DESAFÍOS

Tras delimitar el concepto y origen de los CoCos, y habiendo analizado su estructura y características principales, cabe preguntarse qué ventajas tienen frente a otros instrumentos de financiación, y a qué riesgos y desafíos se enfrentan.

3.1. Ventajas para las entidades emisoras y los inversores. En particular, el efecto fiscal del pago de intereses de los CoCos

Las ventajas que los CoCos traen al mundo financiero son múltiples, tanto para las entidades emisoras como para los inversores. Sin ánimo de ser reiterativos, se enunciarán

⁶² De Spiegeleer, J. & Schoutens, W. (2014). Contingent Convertibles. The World of CoCos. Reacfin, p.3.

⁶³ 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.

brevemente las que ya se hayan tratado en apartados anteriores, y se desarrollarán en mayor profundidad las que no hayan salido a colación. Son las que siguen:

- (1) Los CoCos son un mecanismo eficaz de absorción de pérdidas para los bancos en tiempos de estrés financiero ⁶⁴.
- (2) Conceden a los emisores la posibilidad de engrosar sus colchones de capital en momentos en que el acceso a nuevo capital – inversión en equity – está muy limitado y/o solo está disponible a un elevado coste ⁶⁵.
- (3) Son instrumentos eficaces para cumplir, de una manera eficiente en costes, con los requisitos de capital que imponen los Acuerdos de Basilea III a las entidades financieras, como se analizará más adelante ⁶⁶.
- (4) Desplazan la carga de la mala gestión financiera del banco a sus stakeholders privados, priorizando la recapitalización interna (bail-in) sobre el rescate público (bail-out). Se evita, pues, que sean los contribuyentes los que soporten las pérdidas de las entidades financieras ⁶⁷.
- (5) Mientras no se dispare el trigger que activa la conversión o amortización del CoCo, este actúa como un instrumento de deuda más que canaliza la inversión del ahorro para financiar la operativa del banco ⁶⁸.
- (6) Atraen una mayor inversión, típicamente institucional, gracias a que ofrecen rendimientos mayores que los bonos tradicionales ⁶⁹. De hecho, en términos

⁶⁴ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. BIS Quarterly Review, pp. 43-56, p.44.

⁶⁵ 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.

⁶⁶ Autoridad Europea de Valores y Mercados, ESMA (2014). Statement on Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible Instruments (CoCos). 31 July 2014, p.2.

⁶⁷ 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, p.6.

⁶⁸ Castellares Aguilar, R. (2000). La emisión de obligaciones en la ley general de sociedades. Themis Revista De Derecho, (40), p.138.

⁶⁹ 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, p.67.

medios, los CoCos ofrecen alrededor de un 4% más de rendimiento que el resto de los instrumentos de deuda preferente ⁷⁰.

- (7) Los CoCos permiten al banco emisor beneficiarse del llamado escudo fiscal, puesto que los intereses que el banco paga a los inversores en CoCos se consideran gastos deducibles antes de impuestos en muchas jurisdicciones. Esto significa que los pagos de intereses realizados por los CoCos pueden reducir la base imponible del banco, lo que a su vez disminuye la cuantía del impuesto que el banco debe pagar sobre sus beneficios ⁷¹.

Pondremos un ejemplo sencillo para facilitar su comprensión. Supongamos que un banco genera 100€ de ingresos y tiene 20€ de gastos operativos, que excluyen el pago de intereses por CoCos. Si el banco no hubiera emitido CoCos y el tipo impositivo al que tributan sus beneficios fuera del 30%, su carga impositiva sería del 30% sobre $(100-20) = 24€$. Sin embargo, si el banco pagara 10€ en intereses por los CoCos, su base imponible se reduciría a $(100-20-10) = 70€$, lo que, al mismo tipo impositivo del 30%, resultaría en una carga impositiva de 21€. Por lo tanto, el pago de 10€ de intereses por los CoCos reduce efectivamente la carga fiscal del banco en 3€ (de los 24€ de la situación inicial a 21€), proporcionando un “escudo” contra una parte de sus impuestos.

Es por ello por lo que es fundamental conocer si la regulación fiscal de una jurisdicción concreta trata a los CoCos como instrumentos de deuda – en cuyo caso, el pago de intereses es deducible fiscalmente y construye el explicado escudo fiscal – o de *equity*. De hecho, este es el motivo que justifica que los bancos estadounidenses no hayan participado de forma tan entusiasta en la emisión de CoCos como los bancos europeos: los CoCos se consideran instrumentos de *equity* a efectos de la regulación contable estadounidense (*US*

⁷⁰ De Spiegeleer, J. & Schoutens, W. (2014). Contingent Convertibles. The World of CoCos. Reacfin, p.13.

⁷¹ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. BIS Quarterly Review, pp. 43-56, p.49.

Generally Accepted Accounting Principles o US GAAP) y, como tales, no despliegan beneficios fiscales ⁷².

Estas ventajas, y las que no se han mencionado, han hecho que los CoCos hayan sido acogidos tan calurosamente desde las primeras emisiones de hace poco más de una década y pintan la cara más luminosa de este activo financiero.

3.2. Riesgos para los inversores en CoCos y los accionistas

Sin embargo, además de las ventajas que traen consigo los CoCos, los mercados deben ser capaces de valorar adecuadamente los riesgos que conllevan. Así lo advirtió la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) en su comunicado de julio de 2014 ⁷³, en el que declaró que no tenía “claro si los inversores tienen plenamente en cuenta los riesgos de los CoCos y si los incluyen correctamente en su valoración”. La ESMA hizo el siguiente listado no exhaustivo de riesgos potenciales de la inversión en bonos convertibles contingentes:

- (1) **Riesgo del nivel de disparador.** Los niveles de capital a partir de los cuales se dispara la conversión o amortización son distintos entre emisiones y determinan la exposición del CoCo al riesgo de conversión dependiendo de la distancia entre la ratio de capital del banco y el nivel del disparador. Así, cuanto más cerca esté el nivel de capital del banco del *trigger* en el momento de emitir el CoCo, mayor será el riesgo de conversión – por lo que será mayor la rentabilidad que demanden los inversores.
- (2) **Riesgo de cancelación del pago de cupones.** Como se detallará más adelante, para que un CoCo compute como capital de nivel 1 adicional (AT1), es necesario que el pago de cupones sea totalmente discrecional y, por tanto, puede ser cancelado por el emisor en cualquier momento y por cualquier

⁷² Chan, S., & van Wijnbergen, S. (2017). CoCo Design, Risk Shifting Incentives and Financial Fragility. ECMI Working Paper No. 2, p.9.

⁷³ Autoridad Europea de Valores y Mercados, ESMA (2014). Statement on Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible Instruments (CoCos). 31 July 2014, p.2.

razón. Esto aumenta significativamente la incertidumbre en torno a la valoración del CoCo.

- (3) **Riesgo de inversión de la estructura de capital.** Al contrario de lo que ocurre en la prelación de acreedores clásica, los inversores en CoCos pueden sufrir una pérdida de su inversión aun cuando los accionistas no la sufran.
- (4) **Riesgo de extensión del plazo de la opción de compra.** Como ocurría con el pago de cupones, para que un CoCo pueda ser considerado AT1, debe ser emitido como un instrumento perpetuo, rescatable a niveles predeterminados únicamente con la aprobación de la autoridad competente. Así, no puede asumirse que los CoCos perpetuos serán exigidos en la fecha de ejercicio de la opción de rescate (*call date*).
- (5) **Riesgo de rendimiento o valoración.** El mayor rendimiento de los CoCos frente a otros instrumentos de deuda ha sido una de las razones principales por las que este activo financiero ha atraído una fuerte demanda, pero la ESMA puso en duda que los inversores hubieran valorado correcta y totalmente los riesgos subyacentes.

La correcta computación de los antedichos riesgos es necesaria para valorar adecuadamente los CoCos y para diseñar estrategias de cobertura de riesgos (*hedging*) que permitan reducir la probabilidad de estrés financiero ⁷⁴.

3.3. Incentivos para la manipulación del mercado, efectos adversos y posibles soluciones

Por último en lo relativo a la naturaleza, estructura y operativa de los CoCos, es imperativo hablar de su posible utilización como activo especulativo. En efecto, la estructura y los mecanismos de conversión de los CoCos pueden crear incentivos para la manipulación del mercado tanto por parte de los tenedores de CoCos como de los accionistas.

⁷⁴ Gollier, C. (2007). The determinants of the insurance demand by firms. Institut d'Économie Industrielle IDEI Working Paper, 468, p.22.

Por un lado, los tenedores de CoCos pueden verse inclinados a manipular el mercado de acciones en búsqueda de beneficios potenciales. La operativa es la que sigue: comprar CoCos cuando la cotización de la acción está por encima del *trigger* que dispara la conversión, influir en la disminución del precio mediante la difusión de noticias negativas o la venta en corto de acciones, con el fin de activar la conversión, para luego vender las acciones obtenidas como resultado de la conversión cuando el precio se recupere ⁷⁵. Es lo que se conoce como la espiral de muerte (*death spiral*), porque puede desestabilizar profundamente a las entidades financieras ⁷⁶.

Por su parte, los accionistas también pueden tener incentivos perversos para perseguir sus objetivos. Uno de ellos puede ser provocar una conversión temprana de los CoCos si el valor actual de conversión es bajo en comparación con el valor de los futuros pagos de cupones, lo que podría aumentar el valor de sus participaciones a expensas de los tenedores de CoCos ⁷⁷. Otro objetivo posible sería que los accionistas pretendieran alcanzar el *trigger* para que los tenedores de CoCos PWD (con cláusula de amortización) absorbieran primero las pérdidas del banco ⁷⁸.

En ambos casos, los accionistas pretenden activar la conversión de los CoCos para beneficiarse de la situación. Ello lo pueden lograr (i) manipulando a la baja la cotización de la acción para disparar el *trigger*, o (ii) aumentando intencionalmente el riesgo de los activos del banco. Esta segunda alternativa, conocida como “sustitución de activos” (*asset substitution*), intenta acercar al banco al umbral de conversión de los CoCos incrementando los activos ponderados por riesgo (*risk-weighted assets, RWA*) ⁷⁹. Como el nivel de estrés financiero suele medirse como una proporción del capital ordinario sobre

⁷⁵ Albul, B., Jaffee, D. M., & Tchisty, A. (2016). Contingent Convertible Bonds and Capital Structure Decisions, pp. 1-45. SSRN, p.19.

⁷⁶ Flannery, M. J. (2009). Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates, pp. 1-33. SSRN, pp.19-20.

⁷⁷ Albul, B., Jaffee, D. M., & Tchisty, A. (2016). Contingent Convertible Bonds and Capital Structure Decisions, pp. 1-45. SSRN, pp.22-23.

⁷⁸ Avdjiev, S., Bogdanova, B., & Kartasheva, A. (2013). CoCos: A Primer. BIS Quarterly Review, pp. 43-56, p.52.

⁷⁹ Berg, T., & Kaserer, C. (2015). Does contingent capital induce excessive risk-taking? Journal of Financial Intermediation, 24(3), p.5.

los activos ponderados por riesgo, al crecer los segundos, el nivel de capital, cada vez menor, se acerca al *trigger* y, por tanto, a la amortización o conversión de los CoCos.

Ante esta perspectiva de potencial manipulación, Flannery ⁸⁰ propuso varias soluciones alternativas y acumulables: (i) hacer que el *trigger* dependa de una media de los precios de las acciones de 5 o 10 días consecutivos, de modo que los vendedores en corto tengan que mantener sus posiciones durante más tiempo; (ii) seleccionar por sorteo los CoCos a convertir, ahuyentando así efectos manipulativos; y (iii) cambiar la regulación para prohibir que las empresas con inversiones en CoCos vendan en corto las acciones ordinarias subyacentes. Cualquiera de estos remedios serviría para poner límites a los efectos adversos que generan las manipulaciones descritas.

⁸⁰ Flannery, M. J. (2009). Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates, pp. 1-33. SSRN, pp.20-21.

III. REGULACIÓN FINANCIERA Y BANCARIA DE LOS ACUERDOS DE BASILEA III. TRATAMIENTO REGULATORIO DE LOS COCOS.

Tras haber desarrollado la estructura y el funcionamiento de las obligaciones convertibles contingentes, procederemos a analizar el marco regulatorio que les dio vida, así como el tratamiento específico que los CoCos reciben en su seno.

1. ORÍGENES DE LOS ACUERDOS DE BASILEA III

La base de un crecimiento económico sostenible es la existencia de un sistema financiero robusto que canalice el ahorro hacia la inversión. Sin entidades financieras, la economía real se derrumbaría bajo el peso de la falta de canales de financiación que permitan a las empresas y a los particulares operar diariamente.

Cuando la crisis financiera de 2008 puso en jaque el sistema financiero en su conjunto, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea se vio en la necesidad de “promover un sector bancario más resistente”⁸¹, de tal suerte que en diciembre de 2010 introdujo “una serie de reformas fundamentales en el marco regulador internacional”⁸². Son las que hoy conocemos como los Acuerdos de Basilea III.

El camino hasta su publicación no fue sencillo. En los años previos al estallido de la crisis, de intenso crecimiento económico, la regulación de Basilea I, y de Basilea II desde 2007, permitió que muchos bancos acabaran “estando excesivamente apalancados en operaciones de balance y de fuera de balance”⁸³, además de que fueran disminuyendo la cantidad y calidad del “capital disponible para absorber pérdidas”. A ello se le sumó una reducción de sus ratios de liquidez, ya que los bancos veían cómo “la liquidez del mercado era ilimitada”⁸⁴ y les permitía “obtener fondos casi ilimitados a costes muy bajos”⁸⁵. En

⁸¹ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS (2010). Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios, p.7.

⁸² *Ídem*, p.8.

⁸³ 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), p.67.

⁸⁴ *Ídem*, p.67.

⁸⁵ *Ídem*, p.67.

este contexto, la explosión de la crisis dejó sin margen de reacción a muchas entidades financieras, algunas de las cuales quebraron o tuvieron que ser rescatadas para evitar el contagio a la economía real del drama que estaba teniendo lugar en el mundo financiero.

El G-20, desde el más alto estadio de dirección política global, decidió intervenir y encomendó al Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB) y al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) “reducir el riesgo sistémico y conseguir que las entidades financieras fueran más resistentes ante *shocks* adversos”⁸⁶. La Cumbre de Seúl -noviembre de 2010 – vio los frutos de lo encomendado por el G-20 al FSB y al BCB con la aprobación de Basilea III⁸⁷.

Estos Acuerdos, junto con el TLAC Standard (*Total Loss Absorption Capacity*, del FSB), son los que a día de hoy orientan la regulación prudencial bancaria a nivel global⁸⁸.

2. TRANSPOSICIÓN DE BASILEA III A LA LEGISLACIÓN EUROPEA

Los Acuerdos de Basilea III no tenían fuerza vinculante directa en las jurisdicciones estatales, sino que su imperatividad estaba condicionada a su transposición a las “legislaciones nacionales por todos los países siguiendo sus procesos legislativos internos”⁸⁹. Hasta entonces, su eficacia era la de un mero paquete de directrices u orientaciones regulatorias de un organismo internacional.

Con esta idea en mente, se tratará la transposición de Basilea III al caso concreto de la legislación comunitaria europea, ya que en el ámbito de la Unión Europea (i) se define el marco en el que se desarrolla la legislación española, y (ii) se ubica el caso de Credit Suisse-UBS que se analizará más adelante.

Pues bien, en la Unión Europea, “el nuevo marco regulatorio que transpone Basilea III se desarrolla mediante dos instrumentos legislativos distintos, una directiva y un reglamento

⁸⁶ *Ídem*, p.70.

⁸⁷ *Ídem*, p.70.

⁸⁸ Banco de España. (s.f.-c). MREL y TLAC.

⁸⁹ 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), p.71.

que conjuntamente sustituyen a la Directiva 2006/48, de 14 de junio de 2003”⁹⁰. Como especificó la Comisión Europea en 2011⁹¹, ambos instrumentos legislativos forman un paquete y deben ser considerados conjuntamente.

- (1) La **Directiva 2013/36/UE** (*Capital Requirements Directive IV, CRD IV*) **del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio**, 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; incluye las disposiciones relativas a la supervisión prudencial, principalmente. Como Directiva, “obliga respecto al resultado que persigue y es necesaria la transposición nacional para concretar la forma y medios para alcanzar dicho resultado”⁹². Dicha transposición se materializó en el ordenamiento jurídico español a través de la Ley 10/2014, la Circular 2/2014 del Banco de España y el Real Decreto 84/2015 y, por último, la Circular 2/2016 del Banco de España⁹³.
- (2) El **Reglamento (UE) nº 575/2013** (*Capital Requirements Regulation, CRR*) **del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio**, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión; regula, como sugiere su rúbrica, los requisitos prudenciales que deben cumplir las entidades financieras e incluye “todas las normas técnicas con un grado elevado de prescripción”, como la definición de capital, liquidez, apalancamiento, riesgos de crédito, etc. Además, su naturaleza de Reglamento hace que obligue “en todos sus elementos y sea directamente aplicable sin que requiera transposición nacional”⁹⁴. Ese es el motivo – su eficacia directa en los Estados miembros de la Unión Europea sin necesidad de transposición

⁹⁰ *Ídem*, p.71.

⁹¹ Comisión Europea (2011). Commission wants stronger and more responsible banks in Europe. Comunicado de prensa de 20 de julio de 2011. Bruselas.

⁹² 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), p.71.

⁹³ Banco de España. (s.f.-b). Solvencia de las entidades de crédito. Normativa en vigor.

⁹⁴ 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), p.71.

– de que se utilice un Reglamento, instrumento novedoso en el ámbito de la regulación financiera, para positivizar el grueso del contenido de Basilea III.

Además, algunos aspectos particulares del contenido de la Directiva y el Reglamento se concretan a través de las llamadas “normas técnicas vinculantes” (*binding technical standards*, BTS) ⁹⁵. Estas son “de obligado cumplimiento y de aplicación directa en los Estados miembros”, y se subdividen en normas técnicas de regulación y de ejecución, en función de si tienen por finalidad completar los actos legislativos o lograr su aplicación uniforme ⁹⁶.

En conclusión, la regulación de los Acuerdos de Basilea III se ha transpuesto en el Derecho de la Unión a través de una Directiva y un Reglamento, que se complementan con una serie de normas técnicas vinculantes de regulación y de ejecución, de tal forma que su contenido ha pasado a ser imperativo y vinculante para los sujetos al Derecho comunitario.

3. CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES Y OBJETIVOS DE BASILEA III

Las reformas introducidas por los Acuerdos de Basilea III y su transposición al Derecho de la Unión Europea se alinean en torno a dos ejes fundamentales, el capital y la liquidez, que vertebran la estructura de todo el paquete de medidas.

3.1. Fortalecimiento del marco de capital

El primero de los objetivos de Basilea III fue el de “reforzar el marco de capital regulador” ⁹⁷ de las entidades bancarias, mediante la mejora de la calidad y cantidad del capital regulatorio con respecto a la regulación precedente. La base de capital de los bancos se había probado insuficiente tanto a nivel microprudencial – muchos bancos fueron incapaces de absorber pérdidas – como a nivel macroprudencial – el sector bancario en su conjunto fue acumulando riesgos sistémicos –, por lo que se imponía la necesidad de

⁹⁵ *Ídem*, p.72.

⁹⁶ Banco de España. (s.f.-b). Solvencia de las entidades de crédito. Normativa en vigor.

⁹⁷ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS (2010). Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios, p.7.

redefinir el capital regulador de los anteriores Acuerdos de Basilea ⁹⁸. Este objetivo principal se subdividió en varias directrices, que se presentarán tal y como lo hacen los Acuerdos de Basilea III ⁹⁹:

- (1) **Mayor calidad, consistencia y transparencia de la base de capital.** Las exposiciones de los bancos al riesgo debían estar “respaldadas por una base de capital de gran calidad” ¹⁰⁰. A tal efecto, Basilea III redefinió los niveles de capital, dividiéndolos en capital ordinario de Nivel 1 (CET1), capital de Nivel 1 Adicional (AT1), y capital de Nivel 2 (T2). Más adelante se profundizará en esta división.
- (2) **Mejora de la cobertura del riesgo.** Basilea III introdujo reformas que aumentaron los requisitos de capital para ciertas exposiciones de riesgo, como las exposiciones a titulizaciones complejas o el “riesgo de crédito de contraparte al en operaciones con derivados, *repos* y financiación con valores” ¹⁰¹. Se propuso una forma de calcular el capital requerido en función de una valoración previa del riesgo.
- (3) **Coefficiente de apalancamiento como complemento del requerimiento de capital basado en el riesgo.** Se impuso una limitación del apalancamiento de los bancos para captar la exposición a riesgos excesivos y mitigar el “riesgo de procesos de desapalancamiento desestabilizadores que pueden dañar el sistema financiero y la economía real” ¹⁰², como ocurrió en la Gran Recesión.
- (4) **Reducción de la prociclicidad y promoción de los colchones anticíclicos.** La prociclicidad se refiere a la tendencia de los bancos a amplificar fluctuaciones económicas en lugar de estabilizarlas, esto es, a la

⁹⁸ 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).

⁹⁹ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS (2010). *Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios*.

¹⁰⁰ *Ídem*, p.8.

¹⁰¹ *Ídem*, p.9.

¹⁰² *Ídem*, p.11.

intensificación de los períodos naturales de expansión y contracción del ciclo económico. Así, durante los años previos a la crisis financiera, en los que el ciclo económico estaba en fase de crecimiento, los bancos aumentaron excesivamente la concesión de crédito y alimentaron una burbuja de activos y sobreinversión. Basilea III trató de prevenir los efectos adversos del cambio de tendencia en el ciclo económico – i.e. el paso de crecimiento a recesión – (i) introduciendo medidas que promovieran una mayor estabilidad en la oferta de crédito a lo largo del ciclo económico, y (ii) implementando colchones de capital anticíclicos, que requirieran que los bancos acumularan capital adicional durante los periodos de expansión económica para poder disponer de él en tiempos de crisis.

- (5) **Riesgo sistémico e interconexiones.** En tanto que “el exceso de interconexiones entre bancos de importancia sistémica propagó las perturbaciones económicas por todo el sistema financiero y la economía”¹⁰³, el Comité de Basilea endureció los requisitos de capital para los bancos así calificados frente a los aplicables al resto de entidades financieras.

Mediante la integración y aplicación de las directrices expuestas, Basilea III lograría fortalecer el marco de capital regulador de las entidades financieras, y las equiparía mejor para hacer frente a futuras perturbaciones económicas y/o financieras.

3.2. Introducción de un estándar de liquidez internacional

El segundo de los objetivos de Basilea III fue garantizar la liquidez en el sector bancario. Frente a la ilusión de que el riesgo de liquidez es prácticamente nulo en momentos de crecimiento económico – i.e. que el acceso a financiación es casi ilimitado y a un coste muy bajo –, la inversión del ciclo económico y la llegada de las crisis demuestran “que la liquidez puede evaporarse rápidamente y que la situación de iliquidez puede prolongarse considerablemente”¹⁰⁴. Basilea III, consciente de la velocidad con que los mercados pueden pasar a ser ilíquidos, quiso garantizar estabilidad también en el campo de la

¹⁰³ *Ídem*, p.14.

¹⁰⁴ *Ídem*, p.15.

liquidez. Para ello, introdujo medidas como el coeficiente de cobertura de liquidez, el coeficiente de financiación estable neta, o un paquete de herramientas de seguimiento ¹⁰⁵; pero no es objeto de este trabajo zambullirse en su análisis.

3.3. Conclusión acerca de los ejes de reforma de Basilea III

En definitiva, los Acuerdos de Basilea III aspiran a fortalecer la resistencia de los bancos ante perturbaciones financieras implementando reformas en el capital y en la liquidez. Las primeras de ellas pretenden aumentar la calidad y cantidad de capital disponible para absorber pérdidas mediante una redefinición de los niveles de capital y la fijación de una serie de ratios y colchones de capital. Por su parte, las segundas, en previsión de una posible y súbita reducción del acceso a la financiación, requieren dotar los llamados “colchones anticíclicos”, a la par que exigen cumplir con unos coeficientes de liquidez.

4. TRATAMIENTO DE LOS COCOS BAJO BASILEA III

Pues bien, en este marco de rediseño de los criterios regulatorios bancarios, los CoCos llegaron para fortalecer la base de capital de los bancos – primer eje de las reformas de Basilea –, sustituyendo a instrumentos que dejaron de ser considerados parte del capital regulador y que fueron eliminándose desde enero de 2013 ¹⁰⁶. Así, su inclusión en el capital regulador facilitaba alcanzar las metas anteriormente enunciadas de mejora de la cantidad y calidad del capital, reducción del apalancamiento, mejora de la cobertura de riesgos, limitación de la prociclicidad y contención de la expansión de riesgos sistémicos a otras entidades financieras. Pero antes de desarrollar el tratamiento de los CoCos en Basilea III, es necesario presentar los niveles de capital regulador de los Acuerdos.

4.1. Redefinición de los niveles de capital en Basilea III

Una de las principales innovaciones de Basilea III con respecto al régimen precedente fue la adaptación de la normativa de recursos propios – capital – para las entidades de crédito. Como detalla el Banco de España en su Boletín Económico de 2017, Basilea III divide el

¹⁰⁵ *Ídem.*

¹⁰⁶ Chan, S., & van Wijnbergen, S. (2017). CoCo Design, Risk Shifting Incentives and Financial Fragility. ECMI Working Paper No. 2, p.9.

capital de los bancos en “varios tramos dependiendo del plazo de vencimiento de los instrumentos y de su capacidad para la absorción de pérdidas” ¹⁰⁷. Así, se clasifican los instrumentos de capital en dos niveles:

(1) En el **nivel 1** solo pueden incluirse los instrumentos que tienen mayor capacidad de absorción de pérdidas, porque pueden hacerlo “mientras la entidad está en funcionamiento” (*going concern*) ¹⁰⁸. Este nivel se subdivide en otros dos subtramos:

- a. **CET1** (*Common Equity Tier 1*) o **capital ordinario de nivel 1**, que incluye a los instrumentos que cumplan con un conjunto de estrictos requisitos, entre ellos, “que estén clasificados como patrimonio neto a efectos contables, que no exista ninguna obligación expresa de remuneración para la entidad y que sean permanentes” ¹⁰⁹. La dureza de estas condiciones hace que aumente considerablemente la capacidad de absorción de pérdidas del CET1. Los instrumentos que se cuentan en este nivel son, esencialmente, las acciones ordinarias y las reservas acumuladas de los bancos.
- b. **AT1** (*Additional Tier 1*) o **capital de nivel 1 adicional**, que incluye “instrumentos híbridos con unas elevadas exigencias para asegurar su capacidad de absorción de pérdidas” ¹¹⁰. Como se verá más adelante, al nivel AT1 pertenecen los CoCos con mayor potencialidad para soportar pérdidas.

¹⁰⁷ 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, p.2.

¹⁰⁸ 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), p.72.

¹⁰⁹ *Ídem*, p.72.

¹¹⁰ 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, p.2.

- (2) El **nivel 2 o T2** está formado por “instrumentos que deberán absorber pérdidas en situaciones de no viabilidad o quiebra de la entidad” (*gone concern*)¹¹¹. El T2, por tanto, se compone de “préstamos subordinados con duración superior a cinco años que cumplan determinados requisitos”¹¹², esto es, instrumentos con menores exigencias, como los bonos de deuda subordinada o los CoCos que no se puedan asignar al capital de nivel 1 adicional, “siempre que puedan ser amortizados o convertidos en capital en casos de inviabilidad de la entidad”¹¹³. Se entiende que tienen menor capacidad de absorción de pérdidas que los instrumentos del nivel 1.

En cualquier caso, pertenezca un instrumento al nivel 1 o al 2, este debe “incluir una cláusula que permita su amortización o conversión en acciones ordinarias en el llamado ‘punto de no viabilidad’”¹¹⁴, que es lo que hace que se le considere parte del capital regulador.

4.1.1. Límites mínimos para cada nivel de capital

Para lograr el objetivo de que haya una mayor cantidad de capital y que este sea de mayor calidad – i.e. que pueda absorber pérdidas mejor –, Basilea III sujeta los niveles de capital a unos límites mínimos:

- (1) El capital ordinario CET1 debe ser al menos el 4,5% de los activos ponderados por riesgo.
- (2) El capital de nivel 1, que incluye tanto CET1 como AT1, deberá ser al menos el 6% de los activos ponderados por riesgo.

¹¹¹ 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), p.73.

¹¹² *Ídem*, p.73.

¹¹³ 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, p.3.

¹¹⁴ 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), p.73.

- (3) El capital total de nivel 1 + nivel 2 debe ser al menos del 8% de los activos ponderados por riesgo.
- (4) Además, los bancos deberán mantener un colchón de conservación del capital del 2,5% de los activos ponderados por riesgo. Se trata de un “requerimiento adicional al requerimiento mínimo de capital ordinario y debe estar totalmente cubierto en todo momento”, pero se puede utilizar en momentos de necesidad ¹¹⁵.

De esta manera, comparado con la normativa anterior de Basilea II, el “capital ordinario pasa del 2% al 7%, incluyendo el colchón de conservación del capital” ¹¹⁶, más que triplicando la proporción de capital ordinario en la estructura de capital de los bancos. En una palabra, se incrementa sensiblemente la capacidad de absorción de pérdidas.

4.1.2. Ventajas e inconvenientes del endurecimiento del requisito de capital

Esta nueva clasificación de los niveles de capital, que, en definitiva, tiene por meta endurecer los requisitos de capital, trae consigo una serie de ventajas e inconvenientes, como expuso el Swiss Financial Institute en 2014 ¹¹⁷.

Por un lado, los beneficios económicos de los mayores requisitos de capital están generalmente asociados con una reducción en la frecuencia y severidad de las crisis bancarias ¹¹⁸. En cuanto a su frecuencia, se demostró que la probabilidad de que ocurriera una crisis bancaria era menor cuanto mayor era la ratio de capital del banco en cuestión. Así, si el capital del banco equivalía al 5% de sus activos ponderados por riesgo, la probabilidad de crisis era del 6,95%, y esta descendía a medida que crecía el capital. Al llegar el capital al 15% de sus activos ponderados por riesgo, la probabilidad de crisis

¹¹⁵ *Ídem*, p.74.

¹¹⁶ *Ídem*, p.74.

¹¹⁷ Rochet, J. C. (2014). The Extra Cost of Swiss Banking Regulation. Swiss Finance Institute White Paper, pp. 1-37. University of Zurich.

¹¹⁸ *Ídem*, p.13.

bancaria era tan solo del 1,21% ¹¹⁹. Por su parte, la severidad de las crisis se cuantifica en función del coste fiscal del rescate de los bancos, de la contracción en la concesión de crédito (*credit crunch*) y de las pérdidas de los inversores, entre otros; por lo que la reducción del impacto de las crisis financieras trae muchos beneficios ¹²⁰.

Por otro lado, el endurecimiento de los requisitos de capital también acarrea costes sociales. Estos están principalmente relacionados con “la posibilidad de que desemboquen en tipos de interés más altos” que, a su vez, pueden forzar una caída del PIB por la reducción de sus partidas de consumo e inversión ¹²¹. La explicación es que, al exigirse a los bancos aumentar su ratio de capital, estos se financiarán a un coste mayor – puesto que el coste del *equity* es mayor que el de la deuda – y se verán inclinados a trasladar este sobrecoste a sus prestatarios, subiendo los tipos de interés.

En fin, la redefinición de los niveles de capital de Basilea III, con las ventajas e inconvenientes aparejados, refuerza notablemente la capacidad de los bancos para hacer frente a periodos de estrés financieros provocados por las pérdidas.

4.2. Computabilidad de los CoCos como capital de nivel 1 adicional (AT1)

Tras esta contextualización, es lógico preguntarse qué papel juegan los CoCos en los nuevos niveles de capital de Basilea III. La respuesta es sencilla: no son instrumentos de capital ordinario de nivel 1 (CET1), y se clasificarán en los niveles AT1 o T2 en función de si reúnen o no una serie de características que se examinarán más adelante.

El Reglamento (UE) nº 575/2013 es el que recoge los requisitos que deben cumplir los CoCos para computar como capital de nivel 1 adicional (AT1). El porqué de que sea preferible que se les considere instrumentos de nivel AT1 frente a T2 es una cuestión meramente regulatoria: solo computando como AT1 se facilita el “cumplimiento del ratio

¹¹⁹ *Ídem*, p.14.

¹²⁰ *Ídem*, p.13.

¹²¹ *Ídem*, p.18.

de capital de nivel 1 mínimo exigido a las entidades de crédito (6%)”¹²². Pero como el capital de nivel 1 es de mayor calidad – en términos de absorción de pérdidas – que el de nivel 2, los CoCos que pretendan ser calificados como AT1 también deben ser “de mayor calidad”, esto es, deben reunir los siguientes requisitos: carácter perpetuo, remuneración discrecional, cláusula de convertibilidad contingente o eventual¹²³.

4.2.1. *Carácter perpetuo*

Los CoCos del nivel AT1 “deben tener carácter perpetuo, de tal forma que no esté previsto su reembolso ni este pueda ser exigido por sus titulares”¹²⁴. El Comité de Basilea interpreta el término “perpetuo” en sentido estricto, y aclaró en 2017 que no se consideran perpetuos “los instrumentos con fechas de vencimiento y mecanismos de renovación automática”¹²⁵, por lo que estos solo podrán ser elegibles para obtener el estatus del nivel 2.

No obstante, lo anterior no es óbice para que el banco emisor pueda acordar su amortización anticipada “a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización” de la autoridad supervisora, de tal forma que devuelva a los tenedores de CoCos su inversión y cancele su deuda. Así lo contempla, en Derecho español, la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985¹²⁶. Normalmente, el supervisor bancario permitirá la amortización si hacerlo no pone en riesgo la solvencia de la entidad.

¹²² 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*, p.5.

¹²³ *Ídem*, pp.5-8.

¹²⁴ *Ídem*, p.5.

¹²⁵ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS (2017). *Definición de capital de Basilea III – Preguntas frecuentes*. BIS.

¹²⁶ 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*, p.5.

4.2.2. Remuneración discrecional

Además, el pago de cupones en los CoCos elegibles para el capital de nivel 1 adicional es totalmente discrecional ¹²⁷. En los términos literales del artículo 52.1.l) del Reglamento (UE) n° 575/2013, “el emisor debe tener plena discrecionalidad en todo momento para cancelar la remuneración de los valores por período indefinido y sin efectos acumulativos” ¹²⁸.

Es decir, el banco tiene libertad absoluta “para decidir sobre el abono, o no, de la remuneración, aún en el caso de que cuente con partidas distribuibles suficientes y sin que ello tenga ningún tipo de consecuencia negativa para el emisor” ¹²⁹.

4.2.3. Cláusula de convertibilidad contingente o eventual

Por último, los CoCos deben incluir una cláusula de convertibilidad contingente o eventual. El artículo 52.1.n) del Reglamento exige que ocurra la conversión de los CoCos en acciones ordinarias (CET1) o la amortización de su principal “en caso de producirse una ‘circunstancia desencadenante’” ¹³⁰, que más adelante define como la caída de la ratio de capital ordinario sobre los activos ponderados por riesgo (CET1/RWA) por debajo del 5,125% o el porcentaje superior que determinen los términos y condiciones de la emisión del CoCo ¹³¹. Dicho de otra manera, el *trigger* mínimo que debe tener un CoCo para poder ser considerado un instrumento AT1 es una ratio de capital ordinario de 5,125%.

Por lo tanto, si el ratio de capital ordinario se desploma por debajo del umbral del 5,125%, se activa la conversión o amortización del CoCo. Es interesante hacer notar que el importe total que se amortizará o convertirá “debe ser al menos el importe necesario para devolver

¹²⁷ Autoridad Europea de Valores y Mercados, ESMA (2014). Statement on Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible Instruments (CoCos). 31 July 2014, p.3.

¹²⁸ 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*, p.6.

¹²⁹ *Ídem*, p.6.

¹³⁰ *Ídem*, p.7.

¹³¹ *Ídem*, p.7.

de inmediato el coeficiente CET1 del banco al nivel de activación o, si esto no fuera posible, el valor total del principal de los instrumentos”¹³².

4.2.4. *Conclusión acerca de los requisitos que deben reunir los CoCos para computar como capital AT1*

En síntesis, los CoCos son instrumentos que, en el marco de Basilea III, pueden computar como capital de nivel 1 adicional (AT1), en cuyo caso facilitan que el banco cumpla con la exigencia regulatoria de que su capital de nivel 1 + nivel 2 alcance el 6%, o como capital de nivel 2 (T2). No obstante, para ser elegibles como parte del nivel AT1 deben reunir una serie de requisitos.

El primero de ellos es que tengan carácter perpetuo, esto es, que no se emitan con fecha de vencimiento – aunque, por norma general, podrán ser amortizados por el banco emisor a partir de los cinco años desde la emisión, y siempre que el supervisor bancario lo autorice. El segundo es que el pago de sus cupones sea absolutamente discrecional, hasta el punto de que no remunerar no puede tener consecuencias negativas para el banco. El tercero es que el *trigger* que activa la conversión o amortización del CoCo debe ser, como mínimo, un nivel del ratio de capital ordinario del 5,125%.

Si no se cumple alguno de los tres requisitos arriba mencionados, el CoCo computará como capital de nivel 2.

¹³² Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS (2017). Definición de capital de Basilea III – Preguntas frecuentes. BIS, p.11.

IV. ANÁLISIS CRÍTICO DEL ROL PRINCIPAL QUE DESEMPEÑARON LOS COCOS EN EL CASO CREDIT SUISSE-UBS

El diseño de los CoCos y su tratamiento regulatorio bajo Basilea III se pusieron a prueba en marzo de 2023, en medio de la vorágine del caso Credit Suisse-UBS, y ocuparon durante semanas el centro de todas las discusiones financieras. Por primera vez desde su concepción¹³³, las obligaciones convertibles contingentes no eran aplaudidas sino abucheadas, y el mercado global ponía en cuestión su efectividad y fiabilidad.

Este epígrafe pretende traer a la vida toda la explicación anterior – naturaleza y estructura de los CoCos y la regulación prudencial bancaria de Basilea III –, concretándola en el que muy probablemente sea el mayor escándalo bancario desde la Gran Recesión.

1. ANTECEDENTES DEL CASO

El 19 de marzo de 2023, la Autoridad Suiza Supervisora del Mercado Financiero (en adelante, FINMA) anunció que había decidido que la mejor manera de evitar otra crisis financiera era rescatar a Credit Suisse mediante una fusión con UBS. En lo que no se dudó de tildar como “resolución bancaria disfrazada de fusión”¹³⁴, se amortizaron totalmente CoCos de Credit Suisse por un valor de 16 billones de francos suizos, lo que supone una cifra aproximada de 16 billones de euros o 17 billones de dólares, antes de que los accionistas del banco soportaran pérdidas. Esta aparente violación de la regla de la prioridad absoluta en la prelación de acreedores, en virtud de la cual los acreedores de los bancos deben cobrar totalmente antes de que los accionistas lo hagan¹³⁵, dio pie a un encendido debate financiero, legal e incluso judicial.

Pero antes de entrar a examinar esa cuestión, es necesario comprender cómo había llegado Credit Suisse, un banco con casi 170 años de brillante trayectoria, a una situación tan

¹³³ El caso del Banco Popular de 2017, en el que se amortizaron totalmente 1.250 millones de euros en CoCos, no alcanzó tanta repercusión mediática como el de Credit Suisse.

¹³⁴ 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, p.70.

¹³⁵ Baird, D. G. (2017). Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy. *University of Pennsylvania Law Review*, 165(4), p.1.

crítica como para necesitar un rescate. La gradual pérdida de confianza de los inversores en Credit Suisse (en adelante, CS) se alimentó por numerosos hechos ¹³⁶:

- (1) En febrero de 2020, el CEO de CS, Tidjane Thiam, dejó el banco en medio de un escándalo de espionaje. La entidad había contratado detectives privados para espiar a su antiguo jefe de la división de *Wealth Management*, que se había incorporado a UBS.
- (2) En marzo de 2021, tras el colapso de Greensill Capital, CS se vio presionado para cerrar cuatro fondos vinculados a Greensill. FINMA aseguró que CS había ignorado sus deberes de supervisión.
- (3) En marzo de 2021, CS perdió 5,5 billones de dólares con la caída de Archegos Capital Management, un fondo de capital-riesgo americano.
- (4) En octubre de 2021, las autoridades estadounidenses y británicas impusieron a CS una multa de casi 550 millones de dólares por pagar 200 millones de dólares en comisiones ilegales a banqueros y funcionarios del gobierno de Mozambique.
- (5) En enero de 2022, dimitió el presidente de CS, Antonio Horta-Osorio.
- (6) En febrero de 2022, se filtraron datos de cuentas bancarias de CS que revelaban que había estado presuntamente involucrado en transacciones con entidades e individuos de dudosa legalidad, incluidos jefes de Estado y capos de la droga.
- (7) En marzo de 2022, CS Life Bermuda, subsidiaria de CS, fue condenado a indemnizar daños y perjuicios de más de 550 millones de dólares al ex primer ministro georgiano Bidzina Ivanishvili por fraude.
- (8) En junio de 2022, el sistema penal suizo condenó a CS al pago de una multa de 2 millones de francos suizos por su involucración en una trama de blanqueo de capitales en nombre de una red búlgara de tráfico de cocaína.

¹³⁶ Böni, P., Kroencke, T. A., & Vasvari, F. P. (2023). The UBS-Credit Suisse Merger: Helvetia's Gift, pp. 7-10.

- (9) En el último trimestre de 2022, CS sufrió retiradas de depósitos y salidas de clientes por más de 100.000 millones de francos suizos (CHF), lo que provocó unas pérdidas anuales de 7.290 millones de CHF. En respuesta, Harris Associates, relevante accionista de CS, vendió toda su participación en el banco.

Ante estos hechos, y sabiendo que el negocio bancario está basado en la confianza – y particularmente en Suiza –, no sorprende que la capitalización bursátil de CS cayera un 90% desde comienzos de 2020 hasta la fusión con UBS en 2023, lo que representa una caída de alrededor de 30 billones de dólares ¹³⁷.

2. RESCATE DE CREDIT SUISSE POR UBS

En esta situación de debilidad, tanto reputacional como – consecuentemente – financiera, el 8 de marzo de 2023, CS retrasó la publicación de su informe anual. El colapso de Silicon Valley Bank (SVB) dos días después, el 10 de marzo de 2023, conmocionó al sistema financiero y llamó rápidamente la atención de los inversores sobre la mala situación que atravesaba CS ¹³⁸. La semana y media que siguió culminó con el rescate de UBS a CS ¹³⁹.

- (1) El 14 de marzo, CS publicó su informe anual, en el que admitió debilidades materiales y anunció la supresión del bonus de los miembros del Consejo de Administración.
- (2) El 15 de marzo, el presidente del Banco Nacional Saudí respondió con un tajante “absolutamente no” cuando le preguntaron si ofrecería apoyo financiero adicional a CS en caso de que fuera necesario.

¹³⁷ *Ídem*, p.2.

¹³⁸ 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, p.70.

¹³⁹ Böni, P., Kroencke, T. A., & Vasvari, F. P. (2023). The UBS-Credit Suisse Merger: Helvetia’s Gift, pp. 8-10.

- (3) El 16 de marzo, al Banco Nacional de Suiza proporcionó a CS una línea de liquidez de 50.000 millones de CHF.
- (4) El fin de semana del 18 y 19 de marzo, el Banco Nacional de Suiza, la FINMA y el Consejo Federal suizo se reunieron para abordar la crisis. Con el objetivo de estabilizar el sistema financiero suizo, negociaron un acuerdo para que UBS adquiriera CS.
- (5) El 19 de marzo, se celebró una rueda de prensa en la que el Banco Nacional de Suiza, la FINMA y el Consejo Federal anunciaron el acuerdo de UBS para adquirir CS por 3.230 millones de dólares en acciones. Además, se amortizaron totalmente CoCos AT1 por un importe nominal de unos 16 billones de euros.
- (6) El 12 de junio, UBS concluyó su adquisición de CS con una ganancia de casi 35 billones de dólares.

Estos son los antecedentes de hecho que explican la caída gradual de Credit Suisse y su rescate por UBS. A continuación, se profundizará en la problemática en torno a los CoCos que suscita el caso, tratando de tener en consideración todas las aristas relevantes, para acabar con las lecciones aprendidas en términos de regulación financiera y bancaria.

3. AMORTIZACIÓN TOTAL DE LOS COCOS AT1 DE CREDIT SUISSE

La cuestión más comentada del caso Credit Suisse-UBS, más allá de lo inesperado de la caída de un banco tan relevante a nivel global como CS, fue la decisión de amortizar totalmente CoCos AT1 por un valor cercano a los 16 billones de euros. Frente a la severa crítica de la decisión por parte del mercado, las autoridades financieras suizas defendieron reiteradamente sus motivos, legales y jurídicos. Se contrapondrán ambas posturas.

3.1. Argumentos en contra de la decisión de amortizar los CoCos AT1

Como es lógico, el hecho de que los tenedores de CoCos AT1 de Credit Suisse vieran el valor de sus inversiones desplomarse de 16 billones de CHF a cero de la noche a la mañana generó una enorme “consternación en los mercados financieros y una minicrisis

en el mercado de bonos AT1”¹⁴⁰. Los inversores en CoCos AT1 quedaron profundamente sorprendidos al ver cómo sus inversiones eran amortizadas totalmente, mientras que “los accionistas de CS recibieron acciones de UBS por un valor de 3,25 billones de dólares”¹⁴¹.

En efecto, los inversores en CoCos tenían motivos para sorprenderse – no muchos pudieron anticipar la amortización de sus bonos¹⁴² –, a saber: (i) el sentimiento de complacencia que reinaba entre los gestores de carteras, que veían muy lejana la posibilidad de que un banco tan relevante pudiera quebrar; (ii) el hecho de que los CoCos se presentaran como instrumentos de deuda altamente remunerativos emitidos por entidades muy estables; o (iii) el desconocimiento de muchos inversores de que los CoCos AT1 amortizados eran, efectivamente, subordinados al *equity* (su rango era más *junior*)¹⁴³.

Los principales argumentos que esgrimían los tenedores de CoCos eran dos: la aparente vulneración de la regla de prioridad absoluta y la confusión y ambigüedad de la redacción de sus términos y condiciones.

3.1.1. *Vulneración de la regla de la prioridad absoluta*

La regla de la prioridad absoluta (*absolute priority*) en la prelación de acreedores es el “principio organizativo del Derecho moderno de reestructuración empresarial”¹⁴⁴.

¹⁴⁰ 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, p.69.

¹⁴¹ Paz Valbuena, J., Eidenmüller, H. (Abril, 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, p.5.

¹⁴² 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, p.71.

¹⁴³ Paz Valbuena, J., Eidenmüller, H. (Abril, 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, p.5.

¹⁴⁴ Baird, D. G. (2017). Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy. *University of Pennsylvania Law Review*, 165(4), p.2.

Establece que, si un acreedor tiene prioridad sobre otro, el primero debe ver íntegramente satisfecho su crédito antes de que el subordinado tenga derecho a hacerlo. En palabras más simples, la regla de la prioridad absoluta consiste en que se respete la prelación de acreedores – que el *equity* es el derecho de menor rango ¹⁴⁵.

Si bien se habían amortizado totalmente CoCos con anterioridad, como ocurrió con el caso del Banco Popular de 2017, la crisis de Credit Suisse fue la primera vez en que se hizo antes de que los accionistas absorbieran pérdidas. En efecto, cuando el Banco Popular fue rescatado por el Banco Santander, tanto accionistas como tenedores de CoCos fueron arrasados (*wiped out*), por lo que no hubo una violación clara de la prioridad absoluta ¹⁴⁶.

La indignación de los inversores perjudicados aumentó cuando, el 20 de marzo de 2023 – día siguiente al anuncio del rescate –, la Supervisión Bancaria del BCE, la Junta Única de Resolución (JUR) y la Autoridad Bancaria Europea (EBA) publicaron una declaración en la que reafirmaron que “los instrumentos de capital ordinario CET1 son los primeros que se utilizan para absorber pérdidas, y solo después de que se hayan usado íntegramente habría que amortizar los instrumentos de capital de nivel 1 adicional AT1” ¹⁴⁷. Quisieron suavizar la crispación aclarando que la regla de la prioridad absoluta “seguirá guiando las intervenciones de la JUR y de la Supervisión Bancaria del BCE en casos de crisis” ¹⁴⁸.

La aparente vulneración de la regla de la prioridad absoluta es uno de los principales fundamentos jurídicos de las demandas que siguieron.

¹⁴⁵ 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, p.69.

¹⁴⁶ *Ídem*, p.69.

¹⁴⁷ 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.

¹⁴⁸ *Ídem*.

3.1.2. *Ambigüedad en la redacción de los términos y condiciones de los CoCos*

Los términos y condiciones de los CoCos AT1 de Credit Suisse tenían una redacción algo críptica y ambigua y, en cualquier caso, compleja. Si bien es cierto que las colocaciones “se han dirigido a inversores cualificados y profesionales”¹⁴⁹ – por la complejidad del instrumento y por la limitación legal a la colocación de CoCos entre clientela minorista¹⁵⁰ –, incluso algunos inversores sofisticados tuvieron dificultades para comprender la estructura de los CoCos.

En concreto, los inversores enfrentaron varias dificultades: (i) la distinción entre los CoCos AT1 (*going concern*) – los que pueden absorber pérdidas mientras el banco sigue en funcionamiento – y los CoCos T2 (*gone concern*); (ii) la existencia de múltiples *triggers*, mecánicos y discrecionales, que dio lugar a incertidumbre; y (iii) la determinación de qué es exactamente el “punto de no viabilidad” en el que se dispara la activación del mecanismo de absorción de pérdidas¹⁵¹.

Las demandas presentadas tras el escándalo alegan que CS se aprovechó de esta ambigüedad para minimizar su coste de financiación, ya que dejar claro que los CoCos entrañaban más riesgo que el percibido por el mercado implicaría pagar mayores cupones a sus inversores. Además, afirman que las autoridades regulatorias como FINMA confiaron en ello para fortalecer la posición financiera de los bancos y, por tanto, para garantizar estabilidad financiera¹⁵².

En fin, se argumentó que la ambigüedad en la redacción de los términos y condiciones de los CoCos AT1 de CS era (i) suficiente para confundir a inversores cualificados y (ii)

¹⁴⁹ 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*, p.3.

¹⁵⁰ Alonso Espinosa, F. J. (2012). Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito. *Diario La Ley*, (7875), Sección Doctrina. LA LEY 5971/2012, pp.10-12.

¹⁵¹ 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*, p.67.

¹⁵² Paz Valbuena, J., Eidenmüller, H. (Abril, 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, p.10.

intencionada, ya que los bancos y el sistema financiero en su conjunto se aprovechaban de ella.

3.2. Argumentos de las autoridades financieras suizas para amortizar los CoCos AT1

Frente a las quejas de inversores en CoCos, las autoridades financieras suizas justificaron su decisión en base a una serie de razones.

3.2.1. Credit Suisse como entidad de importancia sistémica, “demasiado grande para dejarla caer” (too big to fail)

La consideración de Credit Suisse como una de las dos entidades de importancia sistémica suizas hizo que las autoridades regulatorias no contemplaran dejar que cayera – y menos aún en Suiza, en donde se quiso ser especialmente cauteloso con estas entidades desde un punto de vista regulatorio.

Se considera que una entidad tiene importancia sistémica (*systemically important financial institution*) “cuando su quiebra tendría efectos de repercusión (*spillover effects*) económicamente significativos, que podrían desestabilizar el sistema financiero y tener un impacto negativo en la economía real”¹⁵³. Los factores que determinan si la entidad tiene importancia sistémica son cuatro: (i) contagio a otras instituciones financieras, (ii) correlación – grupo de entidades financieras en el que la caída de una impacta en las demás –, (iii) concentración – cuota relevante en un mercado financiero clave –, y (iv) contexto – condiciones de cada caso¹⁵⁴.

Pues bien, la calificación de Credit Suisse como entidad de importancia sistémica es relevante porque tiene un impacto regulatorio – le son de aplicación requerimientos de capital más estrictos. Las autoridades bancarias suizas, al transponer Basilea III, decidieron ir más lejos, e impusieron obligaciones de capital y liquidez más estrictas para todos los bancos, que se intensificaban todavía más para los bancos de importancia

¹⁵³ Thomson, J. B. (2010). On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation. *DePaul Business & Commercial Law Journal*, 8(2), pp. 2-3.

¹⁵⁴ *Ídem*, pp.3-10.

sistémica – Credit Suisse y UBS ¹⁵⁵. En esta regulación, conocida como la “Swiss Finish”, la diferencia más relevante fue que el colchón de conservación del capital exigido a CS y UBS era del 8,5%, frente al 2,5% que se le pedía al resto de bancos.

Pues bien, aclaradas la importancia de Credit Suisse en el sector bancario suizo y la cautela con que tratan a las entidades de importancia sistémica – hasta el punto de endurecer sensiblemente las exigencias de capital que les son aplicables –, se comprende que las autoridades bancarias suizas no quisieran dejarle caer. Así lo justificó en un comunicado de prensa el Banco Nacional de Suiza: “se ha encontrado una solución para asegurar la estabilidad financiera y proteger la economía suiza en esta situación excepcional” ¹⁵⁶.

Es por ello que las autoridades bancarias suizas ejercitaron su facultad de activación de los *triggers* de los CoCos – eran disparadores discrecionales – para amortizarlos y soportar las ingentes pérdidas del banco.

3.2.2. *Los términos contractuales de la emisión de los CoCos AT1 contemplaban su amortización total*

La FINMA amortizó los CoCos amparándose en que los términos contractuales de su emisión eran claros. Estos estipulaban una amortización a cero del valor de los CoCos si ocurría un “evento de amortización” (*write-down event*), que podía ser un “evento contingente” (*contingency event*) o un “evento de viabilidad” (*viability event*). El primero consistía en la caída del ratio CET1 por debajo del 7%, mientras que el “evento de viabilidad” tendría lugar si se cumplía alguno de estos supuestos: (i) si el regulador estimaba que la amortización era esencial para prevenir la insolvencia de CS; o si (ii) CS hubiera recibido un “compromiso irrevocable de apoyo del sector público” ¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Rochet, J. C. (2014). The Extra Cost of Swiss Banking Regulation. Swiss Finance Institute White Paper, pp. 1-37. University of Zurich.

¹⁵⁶ 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.

¹⁵⁷ Paz Valbuena, J., Eidenmüller, H. (Abril, 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.8-9.

En esta última cláusula – el evento de viabilidad de que CS hubiera recibido un apoyo extraordinario del sector público – se apoyó la FINMA para amortizar completamente los CoCos. De hecho, el 23 de marzo de 2023, la FINMA emitió un comunicado de prensa en el que explicaba que, “como a Credit Suisse se le concedieron préstamos de asistencia de liquidez extraordinaria asegurados por una garantía federal de incumplimiento el 19 de marzo de 2023, se cumplieron las condiciones contractuales” para amortizar ¹⁵⁸. Cuando hablaba de “asistencia de liquidez extraordinaria”, se refería a los préstamos de liquidez que se le concedieron a CS al orquestar el rescate por UBS.

a. Respuesta de los tenedores de CoCos AT1

El argumento de la FINMA resulta consistente y debería disipar toda esperanza de los inversores en CoCos, de no ser porque los términos de los CoCos eran más complejos.

Recordemos que la activación de la amortización ocurrió porque se cumplió un “evento de amortización” (*write-down event*). Pues bien, las condiciones también contemplaban la posibilidad de que tuviera lugar un “evento de incumplimiento” (*event of default*), como la apertura de un proceso de insolvencia contra CS. Ante un “evento de incumplimiento”, los CoCos tendrían mayor rango que el capital ordinario, por lo que se amortizarían primero las acciones ordinarias. En tanto que se abrió efectivamente el proceso de insolvencia contra CS, los titulares de los CoCos también se podían apoyar en un fundamento jurídico para evitar que sus bonos fueran amortizados antes que las acciones.

Sin embargo, había una cláusula de los CoCos que decantaba la discusión en favor de los accionistas: en caso de que se dieran simultáneamente un “evento de amortización” y un “evento de incumplimiento”, primaría el “evento de amortización” y las consecuencias

¹⁵⁸ FINMA (2023a). FINMA provides information about the basis for writing down AT1 capital instruments, p.1.

serían las previstas para ese caso, es decir, se cancelarían antes los CoCos que las acciones ordinarias ¹⁵⁹.

En definitiva, aunque se le pueda achacar un cierto grado de complejidad y ambigüedad a la redacción de los términos y condiciones de los CoCos, parece claro que las autoridades regulatorias tenían cobertura legal para amortizarlos totalmente.

4. LECCIONES APRENDIDAS

Del caso Credit Suisse-UBS se pueden extraer muchísimas y muy valiosas conclusiones y lecciones, especialmente desde el prisma del Derecho de regulación financiera y bancaria. Las más relevantes de ellas se detallan a continuación.

- (1) Los CoCos AT1 de Credit Suisse cumplieron su función primordial de absorber pérdidas. Se ha demostrado que 16 billones de euros en CoCos “pueden ser amortizados sin precipitar el sistema financiero al abismo” ¹⁶⁰. La amortización de deuda, rápida y eficiente, ha reducido considerablemente el coste de rescatar CS para el contribuyente ¹⁶¹.
- (2) Es necesario reformar y simplificar la estructura de los CoCos. El caos que ha generado el caso CS-UBS ha logrado confundir incluso a inversores sofisticados, que no comprendían las diferencias de estructura y riesgo entre los CoCos AT1 y los T2 ¹⁶².
- (3) Los *triggers* que activan la conversión o amortización de los CoCos deben definirse con más claridad. Por un lado, la existencia de múltiples *triggers* dio lugar a una gran incertidumbre y, por otro, no hay un criterio preciso que explique qué es el “punto de no viabilidad” en el que el regulador decide

¹⁵⁹ Paz Valbuena, J., Eidenmüller, H. (Abril, 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, p.9.

¹⁶⁰ 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, p.73.

¹⁶¹ *Ídem*, p.73.

¹⁶² *Ídem*, p.70.

activar discrecionalmente activar el mecanismo de supervisión de pérdidas
163.

- (4) Es de vital importancia que la redacción de los términos y condiciones concretas de cada emisión sean claros y precisos, de forma que los inversores puedan valorar adecuadamente el riesgo al que se enfrentan invirtiendo en CoCos.
- (5) En su decisión, la FINMA sentó un precedente positivo: restauró la disciplina financiera en los mercados de bonos AT1, recordándoles a los inversores que su inversión puede soportar el primer golpe del riesgo crediticio, por lo que se recomienda realizar la *due diligence* antes de invertir en estos productos
164.
- (6) Las medidas que se adoptaron tras la crisis financiera de 2008 aún son insuficientes para resolver los problemas de las entidades financieras de importancia sistémica. Las autoridades actuaron tarde, aplicando correcciones solo después de que el riesgo de insolvencia de Credit Suisse fuera alto, lo que derivó en un mayor coste del rescate, que debía haberse efectuado de manera menos onerosa ¹⁶⁵. Las autoridades regulatorias financieras deben reevaluar su enfoque hacia las entidades de importancia sistémica ¹⁶⁶.

No obstante la confusión y el revuelo generado en torno al caso de Credit Suisse, sería una lástima que su resultado fuera la eliminación de los CoCos del capital regulador bancario cuando precisamente cumplieron con su propósito de permitir una recapitalización interna rápida y sin contratiempos ¹⁶⁷. Más bien, habría que hacer un

¹⁶³ *Ídem*, p.67.

¹⁶⁴ *Ídem*, p.72.

¹⁶⁵ Böni, P., Kroencke, T. A., & Vasvari, F. P. (2023). The UBS-Credit Suisse Merger: Helvetia's Gift, p.8.

¹⁶⁶ 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, p.73.

¹⁶⁷ *Ídem*, p.72.

esfuerzo regulatorio por simplificar su estructura y diseño y garantizar que el mercado compute adecuadamente los riesgos que implican.

V. CONCLUSIONES

La crisis financiera de 2008 puso en tela de juicio la capacidad de la regulación financiera vigente para evitar que los bancos cayeran en insolvencia. Muchas entidades financieras, que en la etapa de crecimiento económico de los años previos se habían apalancado excesivamente, no tuvieron capital suficiente – ni de la calidad requerida – para absorber las enormes pérdidas que trajo consigo la explosión de la burbuja inmobiliaria. En ese contexto, para tratar de impedir que la economía real se desplomara, las autoridades supervisoras y los reguladores financieros se vieron en la obligación, en muchas ocasiones, de rescatar bancos, cargando un enorme coste fiscal sobre los hombros de los contribuyentes.

Las lecciones aprendidas de la crisis condujeron a una revisión de la regulación bancaria que había permitido que la Gran Recesión tuviera lugar, desembocando en la aprobación de los Acuerdos de Basilea III por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y su transposición a las legislaciones nacionales – y al Derecho europeo. Las reformas que introdujo se alinearon en torno a dos ejes fundamentales: el fortalecimiento del capital de los bancos y la garantía del cumplimiento de unas ratios mínimas de liquidez, de manera que los bancos pudieran hacer frente a *shocks* financieros inesperados.

Fue en ese momento en el que los CoCos – obligaciones convertibles contingentes o *contingent convertible bonds* – irrumpieron como respuesta a la necesidad de los bancos de contar con más capital y de mayor calidad para absorber pérdidas. Su acogida fue inmediata, y las emisiones no tardaron en dispararse.

La virtud que traen los CoCos a escena es, por tanto, la de soportar las pérdidas que sufren los bancos en situaciones de estrés financiero. Con ese propósito, se emiten inicialmente como instrumentos de deuda, pero incluyen una previsión de convertibilidad en capital social o amortización en caso de dificultad financiera. Así, son *obligaciones* por cuanto se emiten como instrumentos de deuda, son *convertibles* puesto que pueden abandonar su condición inicial de deuda para convertirse en capital social o amortizarse, y son *contingentes* porque la conversión o amortización se activa ante situaciones de estrés financiero – esto es, contingencias.

Este trabajo ha explorado la naturaleza dual de los CoCos, que funcionan como instrumentos de deuda bajo condiciones normales y como capital bajo condiciones de crisis, y se han analizado sus mecanismos de absorción de pérdidas – conversión a acciones ordinarias o amortización de su valor -, que hacen crecer el capital de la entidad financiera con el fin de equiparla contra el impacto negativo de las pérdidas. Se han tratado también los disparadores o *triggers* que pueden activar la conversión de los CoCos y que son denotativos de una situación de estrés financiero, así como su clasificación en *triggers* mecánicos – numéricos, objetivos y típicamente vinculados al incumplimiento de una ratio de capital – y *triggers* discrecionales – el juicio del supervisor financiero sobre el riesgo para la viabilidad del banco determina la conversión.

Se ha clarificado el encaje regulatorio de los CoCos en el marco de Basilea III, explicando que son una de las soluciones estrella para cumplir con los requerimientos endurecidos del capital regulador bancario bajo los Acuerdos de Basilea. Se han estudiado los requisitos de perpetuidad, remuneración discrecional y previsión de convertibilidad ante contingencias – concretada en el cumplimiento de una ratio de capital del 5,125% - que debe cumplir un CoCo para que compute como capital de nivel 1 adicional, y las implicaciones que ello tiene a efectos de cumplimiento de los requisitos de capital o capacidad de absorción de pérdidas, entre otros.

Por último, se ha aplicado todo lo anterior al estrepitoso desplome de Credit Suisse en marzo de 2023 y su rescate a través de una fusión con UBS, en cuyo seno se amortizaron totalmente CoCos por valor de 16 billones de euros sin que los accionistas tuvieran que soportar pérdidas, lo que generó un enorme revuelo en sede financiera, legal e incluso judicial. Se han expuesto los motivos de los reguladores suizos para hacerlo – fundamentalmente, la calificación de Credit Suisse como entidad de importancia sistémica, que hacía necesario su rescate disfrazado de fusión, y la previsión contractual de la posibilidad de amortización total en los términos y condiciones de emisión de los CoCos – , así como la causa de las quejas de los inversores en CoCos AT1 que fueron arrasados – ambigüedad en la redacción de los términos de los CoCos y aparente vulneración de la regla de la prioridad absoluta en la prelación de acreedores.

De todo lo anterior se han aprendido dos lecciones fundamentales; una positiva hacia lo ocurrido y otra propositiva hacia el futuro.

La positiva es que los CoCos cumplieron su función: su amortización total en medio de la caída en picado de Credit Suisse permitió suavizar los efectos negativos. Los CoCos reaccionaron con solidez a la prueba a la que fueron sometidos, y demostraron que son un instrumento eficaz para absorber pérdidas y estabilizar la situación financiera de los bancos. Además, el mercado de CoCos AT1, aunque sufrió un impacto temporal, se ha repuesto por completo, demostrando que todavía hay confianza inversora en las obligaciones convertibles contingentes.

Por su parte, la propositiva consiste en que es necesaria una simplificación de los términos, el diseño y la estructura de los CoCos. La prueba de ello es que, a pesar de haber sido colocados a inversores cualificados e institucionales, la confusión en torno a cuestiones como los mecanismos de conversión y los *triggers* que los activan, la definición del punto de viabilidad o su correcta valoración en términos de riesgo-rentabilidad, era y sigue siendo inmensa. También se debe hacer un esfuerzo regulatorio para garantizar que las autoridades financieras no actúen tarde y mal, y puedan así minimizar los costes de una caída reputacional, operativa o financiera de los bancos para sus accionistas, sus acreedores y los contribuyentes.

En fin, el ocaso de los CoCos no ha llegado todavía, sino que parecen un instrumento eficaz para la cuestión que se proponen: mitigar los efectos perjudiciales de las situaciones de estrés financiero. No obstante, hay mucho camino que recorrer para garantizar una regulación clara y precisa y una correcta valoración por parte del mercado del riesgo que llevan aparejados.

VI. BIBLIOGRAFÍA

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>

Albul, B., Jaffee, D. M., & Tchisty, A. (2016). Contingent Convertible Bonds and Capital Structure Decisions, pp. 1-45. SSRN. Disponible en:

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2772612>

Alonso Espinosa, F. J. (2012). Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito. *Diario La Ley*, (7875), Sección Doctrina. LA LEY 5971/2012. Disponible en:

https://digitum.um.es/10201/29513/Participaciones_preferentes_y_clientes_minoristas.pdf

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>

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. (pp. 109-148). 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.).

Attaoui, S. & Poncet, P. (2013). Capital Structure and Debt Priority. *Financial Management*, 42(4), pp. 737-775. Disponible en:

<https://www.jstor.org/stable/43280514>

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. SSRN. Disponible en:

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3661191>

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>

Bijlsma, M., Klomp, J., Duineveld, S. (s.f.). Systemic risk in the financial sector: A review and synthesis. CPB. Disponible en:

<https://www.cpb.nl/sites/default/files/publicaties/download/systemic-risk-financial-sector-review-and-synthesis.pdf>

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>.

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?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-518-7639?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)

Böni, P., Kroencke, T. A., & Vasvari, F. P. (2023). The UBS-Credit Suisse Merger: Helvetia's Gift. Disponible en:

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4486417>

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>

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>

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/>

De Serière, 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>

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

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

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

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/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2018/02/09/Trade-offs-in-Bank-Resolution-45127>

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.

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. ISBN: 978-84-9086-510-1

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>

Flannery, M. J. (2009). Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates, pp. 1-33. SSRN. 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. Recuperado de:

<https://www.bde.es/InformesBoletinesRevistas/1704-art35.pdf>

Gadea Soler, E. (2007). Los títulos-valor: Letra de cambio, cheque y pagaré (2ª ed.), (pp. 17-32). Madrid: Dykinson. Disponible en:

<https://vlex.es/vid/teoria-general-titulos-valor-37236917>

García de Enterría, J. (2011). Título XI Capítulo III. Obligaciones convertibles [Arts. 414 a 418]. En Rojo Fernández Río, Á. J. (Coord.), Beltrán Sánchez, E. M. (Coord.), 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. ISBN 978-84-470-3621-9.

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.

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.

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>

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> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2478647>

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.

Guinot Barona, M. (2015). Tipología de obligaciones y otros títulos de deuda. Obligaciones convertibles y subordinadas. CoCos. Pagarés de empresas. En Albiñana García-Quintana, C. (Coord.), Agúndez, M. Á. (Dir.) & Martínez-Simancas Sánchez, J. (Dir.), Cuadernos de derecho para ingenieros: Manual jurídico del mercado bancario. Los objetos habituales, 31(1), (pp. 149-166). ISBN 978-84-9020-437-5.

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>

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>

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. *Financial Stability Review*, (36)1, pp. 47-69. Banco de España. 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*, (39)1, pp. 1-14. Instituto de Estudios Financieros. 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. (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>

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.

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>

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>

Montero García-Noblejas, M. del P. (2019). Obligaciones convertibles. En Rodríguez Artigas, F. (Dir.), Fernández de la Gándara, L. (Dir.), Quijano González, J. (Dir.), Alonso Ureba, A. (Dir.), Velasco San Pedro, L. A. (Dir.), Esteban Velasco, G. (Dir.), & Roncero Sánchez, A. (Coord.). (2019). *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados. Tomo II* (pp. 265-294). Thomson Reuters Aranzadi. ISBN 978-84-1309-278-2.

Navarro Mendizábal, I. A. (2019). Capítulo 5. Obligaciones condicionales, a término y el modo. En *Derecho de Obligaciones y Contratos* (3ª ed., pp. 111-122). Editorial Civitas.

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*. Recuperado el 11 de noviembre de 2023 de

<https://cepr.org/voxeu/columns/agency-cocos-why-contingent-convertible-bonds-arent-everyone>

Paz Valbuena, J., Eidenmüller, H. (Abril, 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>

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>

Prades Cutillas, D. (2021). Capítulo 6: Los Títulos-Valor. En Veiga Copo, A. B. (Coord.), Fundamentos de Derecho mercantil (2ª ed., pp. 161-216). Pamplona: Editorial Civitas.

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

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>

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>

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.

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>

Wiederkehr, M. (2020). Comparative Bank Recovery and Resolution – The Swiss Legal Framework. En S. Schelo, Bank Recovery and Resolution (2ª ed., Capítulo 7).

International Banking and Finance Law Series. Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law and Business.

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/Guidelines on the treatment of shareholders in bail-in %28EBA-GL-2017-04%29_ES.pdf](https://extranet.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/Guidelines%20on%20the%20treatment%20of%20shareholders%20in%20bail-in%20EBA-GL-2017-04%29_ES.pdf)

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/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2020/934726/TLAC%20MREL%20Monitoring%20Report%20EBA-REP-2020-27.pdf

Autoridad Europea de Valores y Mercados, ESMA (2014). Statement on Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible Instruments (CoCos). 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. Recuperado el 20 de noviembre de 2023 de:

https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/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-macroprudencial/herramientas-macroprudenciales/entidades-importancia-sistemica/>

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, de 23 de abril de 2021. Disponible en:

https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/Supervision/Normativa_y_criterios/informacion/ficheros/Orden_de_prelacion_nacional_en_caso_de_insolvencia.pdf

Banco de España. (s.f.-e). La actividad internacional en el ámbito supervisor: el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS). Disponible en:

<https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/supervision-entidades-financieras/actividad-internacional-supervision/bcbs/>

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 (2010). Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Disponible en:

https://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf

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. Recuperado el 28 de enero de 2024 de

<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. Recuperado el 1 de agosto de 2023 de

<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/system/files/media/document/2023-05-15_SRB_MREL_Policy_2023_final_track%20changes.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

Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2013). 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. Disponible en:

<https://www.boe.es/doue/2013/176/L00338-00436.pdf>