



LUGLIO 2025

COMUNICAZIONE DI
MARKETING

CoCo bond: scoprire le operazioni relative value per amplificare l'alfa



Diquel Dos Santos

Head of Fixed Income
Quantitative Research

Dal loro lancio nel 2009, le obbligazioni convertibili contingenti (o CoCo bond) sono cresciute fino a dare vita a un mercato maturo e liquido che svolge un ruolo fondamentale nelle strutture patrimoniali delle banche. Il quadro normativo post-crisi ha richiesto tempo per stabilizzarsi, ma una volta che le banche hanno standardizzato l'emissione e gli investitori si sono adattati alle nuove regole, i CoCo bond si sono affermati come una caratteristica permanente del panorama finanziario.

Il mercato ha affrontato una prova importante nel marzo 2023 con il fallimento del Credit Suisse, che ha scosso brevemente la fiducia. Tuttavia, alla fine dello stesso anno, i CoCo bond hanno registrato un forte recupero: le emissioni sono riprese, gli spread si sono ridotti e gli investitori sono stati rassicurati dalla rinnovata chiarezza delle autorità di regolamentazione sulla gerarchia di assorbimento delle perdite. Oggi il mercato può contare su banche più solide, tassi più elevati e chiare indicazioni normative.

Per gli investitori, tuttavia, la vera sfida non è semplicemente quella di possedere CoCo bond, quanto piuttosto riuscire a ottenere rendimenti superiori al mercato. Per Candriam, questa è la missione della nostra strategia Subordinated Financials ("Sub Fins"), che investe nei vari strati della struttura patrimoniale delle istituzioni finanziarie. Questa strategia combina una profonda ricerca fondamentale con opportunità tattiche allo scopo di generare alfa.

Il nostro approccio si concentra su due tipi di operazioni tattiche:

- **Operazioni Relative Value**, che confrontano le obbligazioni tra emittenti, scadenze o strutture patrimoniali per identificare le anomalie di prezzo.
- **Operazioni di Extension Risk**, che valutano la probabilità che un'obbligazione venga richiamata o prorogata all'approssimarsi della data di richiamo.

Negli ultimi anni, il basso rischio di proroga ha fatto sì che la maggior parte delle opportunità di alfa provenisse da **operazioni Relative Value**. Esse richiedono due cose:

1. La scelta degli strumenti giusti da confrontare (CoCo bond, obbligazioni Tier 2 o anche CDS).
2. Un quadro di riferimento per identificare quando uno strumento appare conveniente o costoso rispetto ai suoi omologhi.

Per risolvere questo problema, abbiamo sviluppato un modello quantitativo proprietario di Relative Value in collaborazione con i nostri gestori di portafoglio. Questo quadro viene applicato a diverse strategie di credito, per aiutarci a classificare e dare priorità alle opportunità.

Nelle sezioni che seguono illustreremo le caratteristiche principali dei CoCo bond, mostreremo il modo in cui applichiamo il nostro modello e condivideremo esempi di operazioni implementate nella **strategia Sub Fins**.

Dal bail-out al bail-in: il ruolo dei CoCo bond nel capitale bancario

I CoCo bond - più formalmente noti come titoli Additional Tier 1 (AT1) - sono diventati una parte essenziale delle strutture patrimoniali delle banche sin dal loro lancio. Il loro scopo è semplice: assorbire le perdite quando una banca è sotto stress, proteggendo i titolari dei depositi e i creditori senior, mantenendo al contempo la stabilità sistemica.

Per le banche, l'emissione di CoCo bond è guidata dalla regolamentazione. Ai sensi dei requisiti normativi di Basilea III (e Solvency II per gli assicuratori), le autorità di regolamentazione hanno richiesto alle banche di creare strutture patrimoniali più resilienti mediante l'emissione di titoli in grado di assorbire le perdite. Per gli investitori si è creata una nuova classe di attivi ibrida: in parte obbligazionaria, in parte azionaria, con il potenziale di spread interessanti ma anche rischi unici.

a. La struttura patrimoniale nel contesto

Per capire dove si collocano i CoCo bond, è necessario pensare alla struttura del capitale di una banca come a una scala di rischio. Nella parte alta, gli strumenti più sicuri come il **debito Senior Preferred** subiscono raramente perdite. In fondo, il **Common Equity Tier 1 (CET1)** rappresenta l'ammortizzatore per eccellenza. Nel mezzo, livelli come le **obbligazioni Tier 2** e gli **AT1** creano una sequenza strutturata di "chi subisce il colpo" quando una banca si trova in difficoltà.

1 - [Basilea III - Commissione europea](#)

Questo quadro, spesso descritto come "bail-in" (gli investitori privati sostengono le perdite) piuttosto che "bail-out" (i contribuenti), è alla base dell'esistenza dei CoCo bond e del fatto che il loro prezzo riflette sia il rendimento che il rischio.

Ruolo del capitale	Descrizione	Livello di capitale
Pure Funding	Non ideato per assorbire le perdite	Senior Preferred OpCo
Gone Concern	Pensato per essere svalutato in caso di insolvenza della banca, creando così nuovo capitale proprio per la banca	<ul style="list-style-type: none"> • Senior Non-Preferred OpCo • Senior HoldCo • Tier 2
Going Concern	Pensato per assorbire le perdite nel caso in cui una banca sia sottoposta a stress, ma continui a operare e sia un'azienda redditizia	<ul style="list-style-type: none"> • AT1 / RT1 • CET1 (Capitale netto)

b. Caratteristiche principali dei CoCo bond

Le obbligazioni AT1 combinano caratteristiche sia dei titoli azionari che del debito:

- **Assorbimento delle perdite:** attraverso la conversione in azioni (diluizione) o la svalutazione del capitale (evitando la diluizione degli azionisti ma riducendo il valore per i detentori di obbligazioni).
- **Fattori scatenanti:** le perdite possono essere imposte quando i coefficienti patrimoniali scendono al di sotto delle soglie regolamentari o a discrezione delle autorità di regolamentazione (il cosiddetto Point of Non-Viability, ovvero punto di insostenibilità economica). In pratica, è probabile che le autorità di regolamentazione agiscano prima che vengano superati i limiti formali.
- **Scadenza perpetua:** i CoCo bond non hanno una data di scadenza fissa, ma gli emittenti di solito includono opzioni call (esercitabili per la prima volta dopo cinque anni).
- **Cedole:** discrezionali e non cumulative, di solito da fisse a variabili, che si azzerano dopo il primo richiamo. È importante notare che non hanno caratteristiche di "step-up" che incentivino il rimborso anticipato.



c. Strumenti correlati

Nel valutare i valori relativi alle AT1, gli investitori devono considerare anche gli strumenti strettamente collegati:

- **Obbligazioni Tier 2:** senior rispetto alle AT1, con scadenze fisse e cedole obbligatorie. Il riconoscimento regolamentare come Tier 2 avviene gradualmente negli ultimi cinque anni prima della scadenza.
- **CDS finanziari:** dalla riforma del 2014, i mercati dei CDS si sono suddivisi nelle categorie Senior, SLA (senior loss-absorbing) e Subordinati. Sebbene nessun CDS faccia direttamente riferimento alle AT1, il CDS finanziario subordinato è maggiormente correlato agli spread delle AT1 e rappresenta un utile strumento di confronto nel quadro di Candriam.

Perché questo è importante per gli investitori

Comprendere la logica normativa e i meccanismi dei CoCo bond è fondamentale per un investimento efficace nel relative value. In Candriam, utilizziamo queste relazioni di capitale per informare direttamente la struttura delle operazioni nella nostra strategia Sub Fins. Confrontando le AT1 con titoli simili come le obbligazioni Tier 2 e i CDS, cerchiamo di identificare potenziali errori di valutazione e di ottenere rendimenti superiori per gli investitori.

Trovare l'alfa nei CoCo bond: il margine del relative value di Candriam

In Candriam, il nostro approccio ai CoCo bond si basa su un principio semplice ma importante: **gli spread delle AT1 e degli strumenti correlati si muovono solitamente in sincronia – e quando non lo fanno, è probabile che vi sia un'opportunità.** I gap di prezzo sono spesso temporanei e tendono a rientrare, creando un terreno fertile per le operazioni relative value.

Per sfruttare queste opportunità, i nostri gestori di portafoglio combinano **strumenti quantitativi e convinzioni fondamentali.** Il quadro si basa su due pilastri: la selezione degli omologhi giusti per il confronto e la modellazione delle relazioni per individuare le anomalie che meritano di essere negoziate.

a. Selezione dinamica degli omologhi

Non tutti i CoCo bond possono essere paragonati tra loro. Per valutare se un'obbligazione AT1 è costosa o conveniente, utilizziamo quattro criteri per determinare gli omologhi più rilevanti:

- Il CoCo bond più simile dello stesso emittente e nella stessa valuta (scadenza simile).
- L'obbligazione Tier 2 più simile dello stesso emittente e nella stessa valuta.

- Un peer group di CoCo bond di altri emittenti nella stessa valuta e con la stessa scadenza.
- Il CDS finanziario subordinato a 5 anni dello stesso emittente.

Questo processo è dinamico: l'insieme degli omologhi si evolve con l'universo del mercato in ogni momento. È importante notare che non lo applichiamo solo alle AT1, ma anche agli RT1 degli assicuratori, ampliando così l'insieme delle opportunità.

b. Modellazione e segnali di trading

I mercati sono rumorosi, ma le relazioni tra gli spread tendono ad essere stabili nel tempo. I nostri modelli quantitativi cercano di identificare quando un'obbligazione si discosta troppo dalle altre e la segnalano come potenziale opportunità di trading.

Mentre gli accademici spesso modellano gli spread utilizzando regressioni lineari, i nostri gestori di portafoglio apportano un'intuizione chiave derivante dall'esperienza: gli investitori nel mercato dei CoCo bond pensano in termini di rapporti di spread, piuttosto che di differenze lineari. Un'ampia serie di back test conferma la nostra opinione secondo cui questo approccio basato sui rapporti (log-lineare) risulta più efficace per i CoCo bond.

Il risultato è semplice per il team di portafoglio: quando gli spread si discostano oltre la nostra soglia determinata internamente, il modello genera un segnale long o short. Questi segnali vengono poi incrociati con le condizioni di mercato e con le nostre opinioni fondamentali prima di essere implementati:

Segnale	Evento
Input	$ZS_t \geq T \Rightarrow \text{Long CoCo}$ $ZS_t < -T \Rightarrow \text{Short CoCo}$
Output	ZS_t incrocia lo zero (inversione della media)

$ZS_t = Z$ - Score dei residui del nostro modello

Inoltre, incorporiamo ulteriori condizioni specifiche per attivare i segnali di trading, che riflettono le pratiche interne tipiche dei nostri gestori di portafoglio. La loro efficacia è stata convalidata anche attraverso il nostro protocollo di backtesting, che presenteremo nella prossima sezione.

c. Protocollo di backtesting e risultati principali

Per convalidare il quadro, abbiamo eseguito un back test su sette anni (2018-2024) su CoCo bond, RT1, obbligazioni Tier 2 e CDS in EUR, USD e GBP. I risultati sono stati coerenti tra le diverse valute, gli emittenti e gli strumenti:

- **Elevate percentuali di successo:** le operazioni Long-Short hanno avuto successo nel 75-85% dei casi (durante il periodo storico del test).
- **Performance solide:** sia la strategia Long-Only che quella Long-Short hanno ottenuto rendimenti corretti per il rischio durante il periodo del backtest.
- **Orizzonte di trading realistico:** durata media delle operazioni di 2-3 mesi, in linea con le effettive dinamiche di mercato.

I risultati completi del backtest possono essere consultati qui:

La durata media è misurata in mesi ZScore Threshold = 2		EUR	USD	GPB
ATI Peer	Hit ratio	80,37%	79,82%	75,00%
	Sharpe(TR)	3,51	3,89	5,31
	Nb Signals	72	150	20
	Avg Duration	70	45	60
Tier 2 Peer	Hit ratio	77,24%	75,81%	80,62%
	Sharpe(TR)	4,03	4,07	5,56
	Nb Signals	101	81	21
	Avg Duration	62	48	44
CDS Peer	Hit ratio	88,66%	86,64%	89,76%
	Sharpe(TR)	7,66	3,74	5,00
	Nb Signals	71	120	21
	Avg Duration	58	56	51
Peer Index	Hit ratio	71,77%	70,21%	69,34%
	Sharpe(TR)	0,27	1,37	2,44
	Nb Signals	96	169	22
	Avg Duration	71	52	67

Fonte: Candriam, 30/06/2025

Questa coerenza rafforza la fiducia nel nostro quadro, indicando che il modello è ben calibrato, privo di overfitting e in grado di funzionare nella pratica con un solido grado di robustezza.

d. Perché questo è importante per gli investitori

Il quadro di riferimento Candriam è progettato per svolgere il lavoro più impegnativo: analizzare un universo ampio e complesso di CoCo bond e strumenti correlati - che oggi **copre oltre 300 miliardi di dollari e 450 miliardi di valore nominale in essere, rispettivamente per le ATI e le obbligazioni Tier 2**, tra quasi 150 **emittenti a livello globale** - per identificare potenziali errori di valutazione e generare segnali. Ma la decisione finale spetta sempre ai nostri gestori di portafoglio, che applicano il loro giudizio, la loro convinzione e la loro analisi fondamentale.

Riteniamo che questa combinazione di intuizione quantitativa, analisi fondamentale e discrezionalità umana sia ciò che trasforma i dati in alfa nella nostra strategia Sub Fins.

Casi di studio: trasformare i segnali in operazioni

Come mettiamo tutto questo in pratica? In Candriam, i segnali di trading non vengono mai implementati alla cieca. Vengono **interpretati attraverso la lente dell'analisi fondamentale e della convinzione dei gestori di portafoglio**. Il risultato è un overlay discrezionale che adatta i segnali quantitativi alle decisioni di investimento nel mondo reale.

Nella nostra **strategia Sub Fins**, che prevede la presenza di un benchmark, i segnali Long-Short sono generalmente tradotti in **posizioni di sovrapponderazione-sottoponderazione**, piuttosto che in operazioni di pair trading puro. Di seguito riportiamo due esempi recenti che mostrano il funzionamento pratico del processo.

a. Operazione Relative Value intra-emittente

Nel marzo 2025, il nostro modello ha segnalato un'opportunità nella banca austriaca **Erste Group Bank AG**:

- **Long:** ERSTBK 8 ½ PERP (AT1)
- **Short:** ERSTBK 4 ¼ PERP (AT1)

Entrambe le obbligazioni AT1 hanno durate e date di richiamo molto simili, il che le rende altamente comparabili. In particolare, la posizione long offriva una cedola più alta e caratteristiche di reset più interessanti - una situazione che il nostro desk trova tipicamente.

L'operazione è stata attuata sovrapponderando l'obbligazione con cedola più elevata e sottoponderando quella con cedola più bassa. Ad aprile è apparso un segnale di chiusura, ma i nostri gestori di portafoglio hanno stabilito che gli spread avrebbero continuato a crescere. In effetti, a giugno gli spread si sono ampliati ulteriormente.

Intra-Issuer Relative Value Trade



I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, 30/06/2025

b. Operazione Relative Value tra emittenti

Nel gennaio 2025, il nostro modello ha evidenziato una potenziale operazione tra due istituti finanziari olandesi:

- **Long:** ASRNED 4 5/8 PERP (RT1) – ASR Nederland, un importante gruppo assicurativo locale
- **Short:** ABNANV 4 3/4 PERP (AT1) – ABN Amro, un gruppo bancario con una maggiore portata internazionale

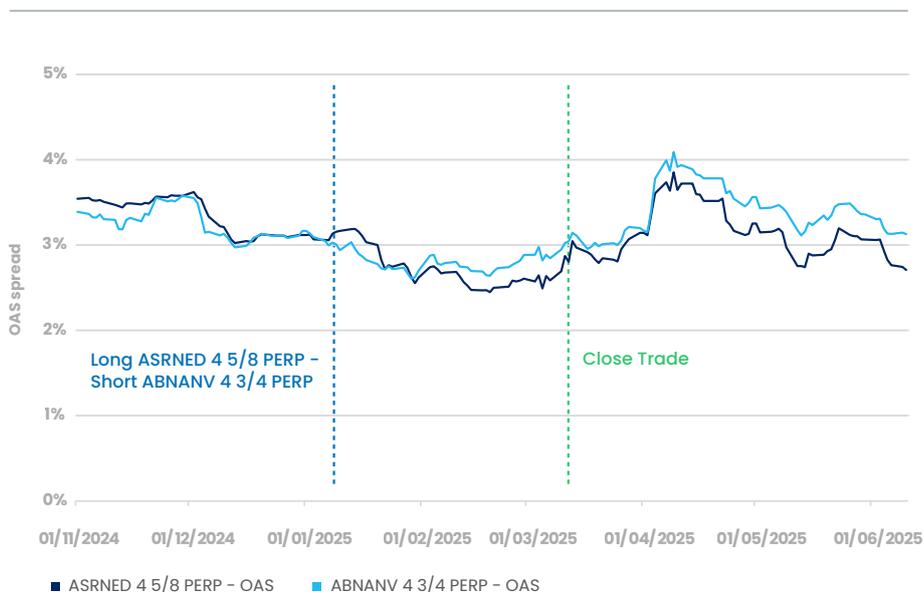
I due strumenti avevano rating, cedole e date di richiamo quasi identici, il rendeva interessante il divario di valore relativo. La posizione è stata implementata puntando sull'RT1 di ASR e riducendo l'esposizione all'AT1 di ABN Amro.

A marzo, il modello ha generato un segnale di chiusura - ma ha anche scoperto una nuova opportunità:

- **Long:** ABNANV 5 3/4 PERP AT1 (call 2033)
- **Short:** ABNANV 4 3/4 PERP AT1 (call 2027)

Piuttosto che trattarli separatamente, i nostri gestori di portafoglio hanno consolidato i due segnali in un'unica posizione più coerente. In pratica, ciò ha comportato la chiusura dell'obbligazione ASR e il trasferimento di tale capitale in una struttura che era lunga sull'AT1 di ABN Amro con cedola più elevata e scadenza più lunga e corta sull'AT1 di ABN Amro con scadenza più breve. L'effetto è stato quello di semplificare l'operazione e di estendere l'esposizione del portafoglio alla banca in termini di duration, continuando a gestire il rischio di relative value.

Inter-Issuer Relative Value Trade



I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, 30/06/2025

Conclusione: trasformare la complessità in alfa

Il mercato dei CoCo bond è vasto, tecnico e spesso incompreso. L'identificazione di vere opportunità di relative value richiede molto più che l'elaborazione dei dati: è necessario un quadro in grado di filtrare, confrontare ed evidenziare le operazioni con il maggior potenziale.

In Candriam, i nostri modelli quantitativi fanno esattamente questo. Esaminano il mercato alla ricerca di anomalie, generano segnali e forniscono le basi per un processo decisionale disciplinato. Ma il vero vantaggio deriva dalla discrezione dei nostri gestori di portafoglio - che applicano il giudizio, la ricerca fondamentale e l'esperienza di mercato per decidere quando e come agire.

Questa miscela di intuizioni quantitative e convinzione umana ha già dato ottimi risultati. In pratica, i modelli evidenziano errori di valutazione

in un ampio universo, mentre i nostri gestori di portafoglio decidono quali operazioni attuare, come dimensionarle e quando chiuderle. Nella strategia Sub Fins di Candriam, che prevede la presenza di un benchmark, questo processo disciplinato ci è stato d'aiuto - cogliendo l'alfa dalle opportunità di relative value, contenendo al contempo il rischio in uno dei segmenti più complessi del reddito fisso.

In prospettiva, riteniamo che i CoCo bond rimarranno un terreno fertile per l'alfa. Con banche più forti, una regolamentazione più chiara e una solida liquidità, le opportunità per le operazioni di relative value sono più interessanti che mai. Noi di Candriam siamo pronti a coglierle per i nostri clienti.



Rischi

Tutti gli investimenti della nostra strategia Sub Fins comportano dei rischi. I principali rischi associati all'investimento nella strategia sono i seguenti:

- **Rischio di perdita del capitale**
- **Rischio di tasso d'interesse**
- **Rischio di credito**
- **Rischio connesso all'investimento in CoCo bond**
- **Rischio connesso agli strumenti finanziari derivati.**

I rischi elencati non sono esaustivi e ulteriori dettagli sui rischi associati all'investimento nella strategia sono disponibili nei documenti normativi.



La presente comunicazione di marketing viene fornita a scopo esclusivamente informativo. Essa non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma alcun tipo di transazione, eccetto laddove espressamente concordato. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta. Candriam raccomanda costantemente agli investitori di consultare sul sito Web www.candriam.com il documento informativo chiave, il prospetto e tutte le altre informazioni pertinenti, compreso il valore patrimoniale netto ("NAV") dei fondi, prima di investire in un fondo Candriam. Questi documenti sono disponibili in inglese o nelle lingue locali per ogni paese in cui è consentita la commercializzazione del fondo.

Attenzione: i risultati passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o di una strategia d'investimento, ovvero le simulazioni di risultati passati o le previsioni di risultati futuri non costituiscono indicatori affidabili dei rendimenti futuri. Le performance lorde possono essere influenzate da commissioni, oneri e altre spese. Le performance espresse in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'investitore sono soggette alle fluttuazioni del tasso di cambio, con un impatto negativo o positivo sui guadagni. Nel caso in cui il presente documento si riferisse ad un trattamento fiscale specifico, tali informazioni dipenderebbero dalla singola situazione di ciascun investitore e potrebbero subire variazioni. Per quanto riguarda i fondi del mercato monetario, si ricorda che un investimento in un fondo è diverso da un investimento in depositi e che il capitale dell'investimento può essere soggetto a fluttuazioni. Il fondo non si affida a un supporto esterno per garantire la propria liquidità o stabilizzare il proprio NAV per quota o azione. Il rischio di perdita del capitale è a carico dell'investitore.