CoCo bond AT1: un bilancio del 2025 e prospettive future

Pubblicato il 4 febbraio 2026

Ayush Babel
Director, Quantitative Research

Prof. Wim Schoutens
Professor at the University of Leuven, Belgium

Principali insegnamenti

- Nel 2025 gli AT1 hanno vissuto una maturazione, con una domanda forte, un assorbimento regolare dell'offerta record e una performance resiliente in condizioni di volatilità.
- Con spread ridotti, il valore risiede ora nell'alto rendimento e nel reddito, mentre torniamo a un regime che vede tassi più bassi.
- Gli AT1 continuano a offrire rendimenti e redditi interessanti, fornendo al contempo esposizione a un settore bancario europeo stabile e ben capitalizzato.
- Prodotti correlati WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF - USD Acc Scopri di più

Il 2025 è stato un anno positivo per gli AT1 (capitale aggiuntivo di classe 1), oltre che particolarmente significativo, considerando la complessità del contesto macroeconomico. L'aspetto più rilevante è stata la forte domanda di nuove emissioni. I portafogli ordini hanno spesso raggiunto valori pari a dieci volte l'importo dell'operazione e il mercato ha assorbito senza difficoltà l'elevata offerta. I volumi degli AT1 in circolazione hanno visto livelli record e l'aspetto più impressionante è stato che, di fronte a tale crescita, la domanda non solo non è diminuita, ma si è addirittura ampliata. Un mercato che assorbe senza problemi un'offerta record non rappresenta solo un segnale tecnico, ma indica anche che la base di investitori sta diventando più stabile e istituzionale.

Il secondo aspetto degno di nota è stata la performance delle obbligazioni tradizionalmente associate al rischio di estensione, in particolare le strutture con un'economia debole oltre la prima data di call, che molti investitori definiscono sinteticamente “low back end”. Nel 2025, queste obbligazioni hanno registrato una sovraperformance significativa, grazie all'attenuarsi dei timori relativi al rischio di estensione. Un esempio importante si è verificato in primavera, quando Deutsche Bank ha deciso di non esercitare la call su una delle sue obbligazioni AT1 in USD, esercitandola invece su un’altra. In passato, una decisione del genere avrebbe potuto provocare un più ampio sconvolgimento del mercato, ma questa volta non abbiamo assistito a ripercussioni significative. Si è trattato di un importante segnale di maturità, con gli investitori sempre più inclini a distinguere tra considerazioni specifiche relative all'emittente e reali tensioni sistemiche.

Durante il sell-off del Giorno della liberazione, gli spread si sono ampliati, ma il movimento è stato molto meno disordinato rispetto alle turbolenze storiche precedenti. Fondamentalmente, il mercato ha mostrato un evidente riflesso all'acquisto per sfruttare il ribasso, che non esisteva nei primi anni di questa asset class. Dietro le quinte, i fondamentali sono rimasti solidi. Le banche operano con riserve di capitale molto elevate e un basso livello di crediti in sofferenza, il che le pone in una posizione migliore rispetto ai cicli precedenti. In un contesto caratterizzato da dazi elevati, gli effetti sulle banche tendono a manifestarsi in modo indiretto e in una fase più avanzata del ciclo, attraverso i clienti e le condizioni di credito, piuttosto che immediatamente come nel caso dei settori legati al commercio.

Prospettive per il 2026

Guardando al 2026, se partiamo dai livelli relativamente bassi degli spread odierni, un ulteriore restringimento generalizzato dovrebbe essere limitato. Questo implica che i rendimenti potrebbero orientarsi maggiormente verso opportunità di valore relativo all'interno della struttura del capitale. Inoltre, se i fondamentali rimangono solidi, c'è margine per un restringimento dei titoli AT1 rispetto a quelli non finanziari ad alto rendimento con rating equivalente, anche se l'intero mercato del credito è già in tensione.

Il principale avvertimento è che, se il 2026 dovesse portare una nuova ondata di turbolenze di mercato, il rischio di estensione verrà riesaminato. Quando la volatilità aumenta, il mercato tende a rivalutare gli strumenti i cui esiti dipendono dalla discrezionalità dell'emittente o da quella delle autorità di vigilanza in materia di cedole e meccanismi del capitale. In tale contesto, alcuni dei vincitori del 2025, in particolare il segmento low back end che ha beneficiato maggiormente della scomparsa del premio per il rischio di estensione, potrebbero tornare a sottoperformare con il ritorno dello stesso.

A dicembre 2025, la Banca centrale europea (BCE) ha pubblicato le raccomandazioni della sua task force di alto livello sulla semplificazione. All'interno di tale pacchetto, la BCE ha espressamente sollevato l'interrogativo circa il fatto che gli strumenti AT1 e Tier 2 si comportino sempre come vero capitale going concern in situazioni di stress in rapida evoluzione, e ha presentato due orientamenti generali: potenziare le caratteristiche degli AT1 per garantire meglio l'assorbimento delle perdite nella continuità aziendale (going concern), pur rimanendo conformi agli accordi di Basilea, oppure rimuovere completamente gli strumenti non CET1 dalla struttura del capitale going concern, con un approccio molto più radicale che solleva importanti interrogativi in materia di neutralità del capitale e accordi di Basilea.

Sì, l'AT1 è sotto esame. Tuttavia, tale esame è condotto in modo tale da apparire meno come una minaccia e più come una roadmap. La nostra interpretazione è che la BCE stia affermando di non essere pienamente convinta che l'AT1 possa sempre assorbire le perdite in modo sufficientemente tempestivo e prevedibile e che, se intendiamo continuare a definirlo capitale going concern, i meccanismi in situazioni di stress devono essere più credibili.

Un percorso realistico potrebbe consistere in una riprogettazione a medio termine relativa a cedole, opzioni call e meccanismi di assorbimento delle perdite, che potremmo chiamare AT1 2.0. Se la riprogettazione sarà significativa, si finirà quasi automaticamente per introdurre il grandfathering, con l'esistenza di due

mercati paralleli: una coorte di AT1 legacy e una coorte di nuova generazione, ciascuna con le proprie dinamiche di prezzo e liquidità.

In sintesi, il segnale della BCE ci appare come un percorso di aggiornamento volto a mantenere l'asset class, affinandone però il comportamento in situazioni di stress, con una riprogettazione significativa che verrà probabilmente introdotta gradualmente nel corso degli anni tramite il grandfathering, senza causare uno shock improvviso.

Conclusione

WisdomTree offre una soluzione completa per accedere ai mercati europei AT1 attraverso il WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF. L'ETF (exchange-traded fund) mira a fornire un'ampia esposizione al mercato liquido degli AT1 in Europa. Un aspetto fondamentale è l'inclusione di obbligazioni denominate in qualsiasi delle tre valute (USD, EUR o GBP), che a sua volta porta a una selezione più ampia di paesi e a un portafoglio più diversificato.

Gli AT1 hanno seguito un percorso unidirezionale dal crollo di quelli di Credit Suisse. Abbiamo assistito a un continuo restringimento degli spread e a un aumento dei prezzi che ha portato agli attuali spread ridotti. Con il mercato che torna a un contesto di tassi più bassi, l'opportunità di valore ora riguarda meno il restringimento degli spread e più gli alti rendimenti e i redditi. Al 20 gennaio 2026, l'indice (iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index) replicato dal WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF ha una cedola media ponderata del 6,59% con un rendimento minimo del 5,9%. Questo fa sì che gli AT1 diventino un modo interessante per accedere a rendimenti più elevati, acquisendo al contempo esposizione a un segmento resiliente del settore bancario europeo, anche in un contesto di continua incertezza geopolitica.

Important Risks Related to this Article

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Comunicazioni di marketing emesse all'interno dello Spazio economico europeo ("SEE"): Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland.

Comunicazioni di marketing emesse in giurisdizioni non appartenenti al SEE: Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito.

Per fare riferimento a WisdomTree Ireland Limited e a WisdomTree UK Limited si utilizza per entrambe la denominazione "WisdomTree" (come applicabile). La nostra politica sui conflitti d'interesse e il nostro inventario sono disponibili su richiesta.

Questa comunicazione di marketing è stata predisposta per investitori professionali; tuttavia, in alcune giurisdizioni i prodotti WisdomTree descritti in questo documento potrebbero essere disponibili per qualsiasi investitore, nel rispetto delle leggi e dei regolamenti applicabili. Poiché il prodotto potrebbe non essere autorizzato o la sua offerta potrebbe essere limitata in alcune giurisdizioni, spetta a ciascuna persona o entità accertarsi di agire in piena osservanza delle leggi e delle normative vigenti nella giurisdizione pertinente. Prima di effettuare una richiesta di sottoscrizione si consiglia agli investitori di ottenere tutta la consulenza legale, fiscale e di investimento necessaria in merito alle conseguenze di un investimento nei prodotti. I rendimenti ottenuti nel passato non sono un'indicazione affidabile dei rendimenti futuri. I rendimenti storici ricompresi nel presente documento potrebbero essere basati sul back test, ossia la procedura di valutazione di una strategia d'investimento, che viene applicata ai dati storici per simulare quali sarebbero stati i rendimenti di tale strategia. I rendimenti basati su back test sono puramente ipotetici e vengono forniti nel presente documento a soli fini informativi. I dati basati sul back test non rappresentano rendimenti effettivi e non devono intendersi come un'indicazione di rendimenti effettivi o futuri. Il valore di un investimento potrebbe essere oggetto di oscillazioni dei tassi di cambio. Qualsiasi decisione d'investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel Prospetto informativo di riferimento e deve essere presa dopo aver richiesto il parere di un consulente d'investimento, fiscale e legale indipendente. I suddetti prodotti potrebbero non essere disponibili nel Suo mercato o adatti alle Sue esigenze. Il contenuto del presente documento non costituisce una consulenza in materia di investimenti, né un'offerta di vendita o una sollecitazione di un'offerta di acquisto di un prodotto o di sottoscrizione di un investimento.

Un investimento in exchange-traded product (“ETP”) dipende dalla performance dell'indice sottostante, sottratti i costi, ma difficilmente replicherà la performance dell'indice con assoluta precisione. I prodotti ETP comportano numerosi rischi inclusi, tra gli altri, rischi generali di mercato correlati all'indice sottostante di riferimento, rischi di credito riferiti al provider degli swap sull'indice utilizzati nell'ETP, rischi di cambio, rischi da tasso d'interesse, rischi d'inflazione, rischi di liquidità, rischi legali e normativi.

Le informazioni contenute nel presente documento non sono, e in nessun caso devono essere interpretate come, un annuncio pubblicitario o un altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli stessi, laddove nessuno degli emittenti o dei relativi prodotti sia autorizzato o registrato per la distribuzione e laddove nessun prospetto di uno qualsiasi degli emittenti sia stato depositato presso una commissione di vigilanza o autorità di regolamentazione. Nessun documento, o informazione contenuta nel presente documento, deve essere estrapolato, trasmesso o distribuito (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti. Nessuno degli Emittenti né alcun titolo da essi emesso sono stati o saranno registrati ai sensi dello United States Securities Act del 1933 o dell'Investment Company Act del 1940 o qualificati ai sensi di qualsiasi legge statale sui titoli applicabile.

Il presente documento può contenere commenti indipendenti sul mercato redatti da WisdomTree sulla base delle informazioni disponibili al pubblico. Benché WisdomTree si adoperi per garantire l'esattezza del contenuto del presente documento, WisdomTree non garantisce né assicura la sua esattezza o correttezza. Qualsiasi terzo fornitore di dati di cui ci si avvalga per reperire le informazioni contenute nel presente documento non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione di sorta in relazione ai suddetti dati. Laddove WisdomTree abbia espresso dei pareri relativamente al prodotto o all'attività di mercato, si ricorda che tali pareri possono cambiare. Né WisdomTree, né alcuna consociata, né alcuno dei rispettivi funzionari, amministratori, partner o dipendenti, accetta alcuna responsabilità per qualsiasi perdita, diretta o indiretta, derivante

dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto.

Il presente documento può contenere dichiarazioni previsionali, comprese dichiarazioni riguardanti le nostre convinzioni o le nostre attuali aspettative in relazione alla performance di determinate classi di attività e/o settori. Le dichiarazioni previsionali sono soggette a determinati rischi, incertezze e ipotesi. Non vi è alcuna garanzia che tali dichiarazioni siano esatte, e i risultati effettivi possano discostarsi significativamente da quelli previsti in dette dichiarazioni. WisdomTree raccomanda vivamente di non fare indebito affidamento sulle summenzionate dichiarazioni previsionali.

WisdomTree Issuer ICAV

I prodotti trattati nel presente documento sono emessi da WisdomTree Issuer ICAV ("WT Issuer"). WT Issuer è una società d'investimento multicomparto a capitale variabile con separazione patrimoniale tra i comparti, costituita ai sensi del diritto irlandese in forma di Veicolo di gestione patrimoniale collettivo irlandese e autorizzata dalla Central Bank of Ireland ("CBI"). WT Issuer è costituita in forma di Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari ("OICVM") di diritto irlandese ed emette una classe di azioni separata ("Azioni") rappresentativa di ogni fondo.

Il Fondo è descritto in un Documento contenente le informazioni chiave (KID) o Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) destinato agli investitori del Regno Unito, nonché nel prospetto di WT Issuer ("Prospetto WT"). Una copia del Prospetto WT e del KID/KIID in lingua inglese è disponibile, esclusivamente per il SEE/Regno Unito, su www.wisdomtree.eu. Laddove previsto dalla normativa nazionale, il KID sarà disponibile anche nella lingua locale dello Stato membro del SEE interessato. Per maggiori dettagli sui rischi associati a un investimento nelle Azioni, si invitano gli investitori a leggere il Prospetto WT prima di effettuare l'investimento e a consultare la sezione del Prospetto WT intitolata "Risk Factors".

La descrizione sintetica dei diritti degli investitori associati a un investimento nel fondo è disponibile in lingua inglese sul sito web di WisdomTree Europe. WisdomTree Management Limited può decidere di risolvere gli accordi relativi alla commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo. In simili circostanze, gli azionisti situati nello Stato membro del SEE interessato riceveranno la comunicazione di tale decisione e avranno la possibilità di chiedere il rimborso della propria partecipazione nel fondo a titolo gratuito o senza alcuna detrazione per almeno 30 giorni lavorativi dalla data della suddetta notifica.

WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF

L'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index è un prodotto di S&P Dow Jones Indices LLC o di sue affiliate (“SPDJI”) è stato concesso in licenza d'uso a WisdomTree. S&P®, S&P 500®, iBoxx®, iTraxx® e CDX® sono marchi registrati di S&P Global, Inc. o di sue affiliate (“S&P”); Dow Jones® è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC (“Dow Jones”); questi marchi sono stati concessi in licenza d'uso a SPDJI e ceduti in sublicenza per determinati scopi a WisdomTree. WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF non è sponsorizzato, approvato, venduto o promosso da SPDJI, Dow Jones, S&P o dalle rispettive affiliate, né tali parti rilasciano alcuna dichiarazione in merito all'opportunità di investire in tali prodotti, né danno per scontato che responsabilità per eventuali errori, omissioni o interruzioni dell'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1.

I titoli convertibili contingenti sono titoli complessi e i potenziali investitori non dovrebbero escludere il tail risk e la possibilità di conversione. I pagamenti delle cedole per i titoli convertibili contingenti sono interamente discrezionali e pertanto in qualsiasi momento possono in teoria non essere erogati.

Per gli investitori in Svizzera:

Questo documento costituisce una pubblicità dei prodotti finanziari qui menzionati.

Il prospetto (solo in inglese) e i documenti contenenti le informazioni chiave per gli investitori (KID) (in tedesco, francese e italiano) sono disponibili sul sito web di WisdomTree: https://www.wisdomtree.eu/en-ch/resource-library/prospectus-and-reg ulatory-reports

Solo per i prodotti UCITS di WisdomTree: Il rappresentante e agente per i pagamenti dei comparti in Svizzera è Société Générale Paris, Filiale di Zurigo, Talacker 50, PO Box 5070, 8021 Zurigo, Svizzera. Il prospetto, il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), lo statuto e le relazioni annuali e semestrali dei comparti sono disponibili gratuitamente presso il rappresentante e agente per i

pagamenti svizzero. Con riferimento alla distribuzione in Svizzera, il luogo di giurisdizione e prestazione del servizio è la sede del rappresentante e agente per i pagamenti. Alcuni dei comparti menzionati nel presente documento potrebbero non essere registrati presso l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). In Svizzera, i comparti non registrati presso la FINMA potrebbero essere accessibili solo a investitori qualificati.

Per investitori francesi: le informazioni riportate nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali (secondo quanto definito dalla MiFID) che investono per proprio conto e ne è vietata la distribuzione al pubblico. La distribuzione del Prospetto e l'offerta, la vendita e la consegna di Azioni in altre giurisdizioni possono essere soggette a restrizioni di legge. L'Emittente è un OICVM di diritto irlandese, approvato dall'Autorità di Vigilanza Finanziaria come OICVM conforme alle normative europee, sebbene potrebbe non essere tenuto ad adempiere alle stesse disposizioni vigenti per un prodotto simile approvato in Francia. Il Fondo è stato registrato per la commercializzazione in Francia dall'Autorità dei Mercati Finanziari (Autorité des Marchés Financiers) e può essere distribuito agli investitori in Francia. Le copie di tutti i documenti (ovvero il Prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, eventuali supplementi o appendici, le ultime relazioni annuali, l'Atto costitutivo e lo Statuto) sono disponibili, gratuitamente, presso l'agente centralizzatore francese, Societe Generale con sede in 29, boulevard Haussmann – 75009 Parigi, Francia. La sottoscrizione delle Azioni del Fondo sarà effettuata conformemente alle condizioni indicate nel Prospetto e in eventuali integrazioni o appendici.