

V CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI VALORE,
SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI"
Roma, 21-22 febbraio 2014

ANTONIO CAPIZZI* - STEFANO CAPPIELLO**

Prime considerazioni sullo strumento del *bail-in*: la conversione forzata di debito in capitale.

SOMMARIO: 1. Premessa: il nuovo regime internazionale di risoluzione delle crisi come nuovo pilastro della supervisione bancaria. - 2. Il *bail-in*: definizione, funzioni, finalità. - 3. Operatività del *bail-in*: termini generali. - 4. Le problematiche della conversione del debito in azioni. - 4.1. La valutazione preliminare *ex art.* 30. - 4.2. La valutazione successiva *ex art.* 66. - 5. Il *wipe-out* degli azionisti o la loro *severe dilution*. - 5.1. La decisione di estromettere gli azionisti: il *trade-off* tra tutela del diritto di proprietà e possibili comportamenti opportunistici. - 6. L'appropriatezza dei *conversion rates*. - 6.1. L'appropriatezza si identifica con il *counterfactual insolvency recovery rate*? - 6.2. L'appropriatezza e il NCWO come misura minima del compenso? - 6.3. L'appropriatezza come criterio di distribuzione del *surplus*? - 6.4. Ragioni a favore di una preferenza per l'identificazione tra appropriatezza e NCWO come misura minima. - 6.5. La determinazione del trattamento effettivamente ricevuto dai creditori. - 6.6. L'impatto di eventuali sottovalutazioni da parte del mercato. - 6.7. L'ambito soggettivo di applicazione del *bail-in*. - 6.8. L'influenza del *counterfactual insolvency recovery rate*.

1. *Premessa: il nuovo regime internazionale di risoluzione delle crisi come nuovo pilastro della supervisione bancaria.*

Il 18 dicembre scorso il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea (Ecofin) hanno annunciato di aver raggiunto l'accordo definitivo sul testo della direttiva sulle procedure di composizione delle crisi in ambito bancario (Banking Recovery and Resolution Directive o BRRD)¹. La direttiva dà attuazione in Europa a principi e criteri

* Dottorando in Diritto dell'Economia e dell'Impresa, Università "La Sapienza", Roma.

** University of Chicago LLM, NYU Global Fellow, EBA Head of Unit. Le opinioni espresse sono esclusivamente personali.

¹ Disponibile al link:
<http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%2>

concordati in ambito internazionale (gli “FSB Key Attributes for Effective Resolution Regimes for Financial Institutions”, o FSB KAs, approvati dal G-20 nel novembre 2011)² per definire meccanismi di risoluzione delle banche che siano capaci:

- *ex ante* (i.e. nella fase di *going concern*) di ridurre il rischio di *moral hazard* che la recente crisi ha dapprima rivelato e quindi rinforzato attraverso la decisione di procedere a salvataggi pubblici;
- *ex post* (i.e. una volta che la crisi si sia conclamata) di ridurre il “costo sociale” delle crisi bancarie.

Il nuovo regime delle crisi bancarie rappresenta uno dei tre pilastri³ del complessivo processo internazionale di revisione della regolamentazione e supervisione bancaria, in risposta alle carenze rivelate dalla crisi. Principio portante di questo nuovo regime è costituito dall’assunto che le banche in crisi irreversibile debbano poter essere soggette ad un’“ordinata risoluzione”, vale a dire possano essere sottoposte a liquidazione e/o ristrutturazione senza che la stabilità finanziaria ed economica del sistema sia posta in pericolo, e senza che il costo della crisi debba essere sopportato da risorse pubbliche. Naturale portato di questo principio è che la procedura di risoluzione debba essere sostenuta *in primis* attraverso risorse private (azionisti, creditori, fondi mutualistici alimentati con risorse private), e solo in via eventuale e residuale con capitali pubblici⁴.

2. Il bail-in: definizione, funzioni, finalità.

Nell’ambito di questa cornice la BRRD, in linea con gli FSB KAs, individua e impone l’introduzione in ciascuno Stato membro di (almeno)⁵ quattro strumenti per la risoluzione delle banche: *sale of assets*, *bridge bank*, *bail-in*, *asset separation tool*.

Il presente *paper* si interessa del *bail-in* e, più in particolare, del meccanismo di conversione del debito in azioni che esso può comportare⁶, po-

[017958%202013%20INIT&r=http%3A%2F%2Fregister.consilium.europa.eu%2Fpd%2Fen%2F13%2Fst17%2Fst17958.en13.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf)

² Disponibile al link: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf

³ Insieme con l’accordo di Basilea e la revisione delle norme a tutela della clientela.

⁴ Cfr. FSB KAs Preamble iv) e il cap. 6: “Funding of firms in resolution”.

⁵ Gli Stati possono prevedere strumenti ulteriori nella misura in cui essi non confliggano con l’operatività dei quattro previsti dalla direttiva e, quindi, non condizionino la funzionalità delle risoluzioni transfrontaliere.

⁶ Peraltro già presente, almeno per alcuni suoi aspetti, in alcuni Stati membri: cfr. i cc.dd. *Bank Packages* in Danimarca; il *Banking Act 2009*, così come modificato dal *Banking Reform Bill 2013*, in Gran Bretagna; il *Comprehensive Bank Restructuring Act*, del 14 dicembre 2010

nendo in luce alcuni dei profili problematici che esso presenta, tentando di indicare alcune future linee di ricerca sul tema e cercando di prospettare alcune preliminari considerazioni in ordine alla loro soluzione.

Fondamentalmente il *bail-in* consiste nel potere, attribuito ad un'autorità di risoluzione che dovrà essere individuata da ciascuno Stato membro⁷, di imporre:

- a) la decurtazione del valore nominale di (alcuni dei)⁸ debiti dell'impresa bancaria (c.d. *debt write down*), al fine di assorbire le perdite registrate o ragionevolmente attese;
- b) la conversione (di parte) del debito in azioni ordinarie (c.d. *debt conversion*) della medesima impresa bancaria al fine riportare il capitale regolamentare (c.d. *common equity tier 1*) ai livelli ritenuti adeguati dall'autorità di risoluzione.

Il *bail-in* può quindi assolvere due distinte ma connesse funzioni:

- a) l'assorbimento delle perdite nel caso la banca abbia patrimonio netto negativo;
- b) la ricapitalizzazione, qualora la banca abbia insufficiente capitale regolamentare;

che si realizzano rispettivamente con le due distinte modalità sopra descritte.

Entrambe le modalità di applicazione del *bail-in*, così come l'utilizzo degli altri tre strumenti previsti dal regime europeo di risoluzione (*sale of assets, bridge bank, asset separation*), sono subordinate dal legislatore europeo al rispetto di due principali precondizioni:

- i) la loro applicazione deve essere giustificata da esigenze di preservazione della stabilità economica e finanziaria del sistema⁹;

e la *Restructuring Fund Ordinance* del 2 marzo 2011 in Germania, che hanno introdotto lo strumento della *bridge bank*. A tale ultimo proposito è possibile osservare che lo strumento della *bridge bank* consegue in termini fattuali il medesimo risultato pratico del *bail-in*: la pretesa dei creditori viene infatti ridotta per effetto della riduzione dell'attivo a disposizione delle loro pretese che viene lasciato nella c.d. "*bad-bank*".

⁷ Cfr. art. 3.

⁸ L'art. 38, co. 2, indica tutta una lunga serie di categorie di creditori espressamente escluse dall'applicazione del *bail-in*, tra si possono richiamare: *covered deposits* (intesi come depositi bancari sottoposti a protezione dalla direttiva 94/19/EC), *secured liabilities*, debiti a scadenza inferiore ai sette giorni, crediti da lavoro, crediti "strategici" in quanto necessari a garantire il funzionamento giornaliero della banca, crediti erariali. Ai sensi del co. 3c del medesimo articolo, inoltre, in circostanze eccezionali l'autorità di risoluzione nell'applicare il *bail-in* può escludere discrezionalmente alcune categorie di debiti sia dal *write-down* sia dalla conversione.

⁹ Così come descritta dall'elenco di obiettivi contenuto nell'art. 26, co. 2..

ii) il creditore non sia posto in una condizione economica peggiore di quella in cui si sarebbe trovato qualora la banca fosse stata sottoposta ad una procedura di “insolvenza ordinaria”¹⁰, vale a dire ad una liquidazione senza l’impiego di nessuno dei quattro strumenti indicati (il c.d. *no creditor worse off principle* o NCWO)¹¹.

Per comprendere le finalità sottese al *bail-in* è utile volgere lo sguardo al passato e prendere le mosse dalle modalità e dagli strumenti che sono stati utilizzati per risolvere le crisi bancarie europee a partire dal 2007. Di fronte ai dissesti bancari, gli Stati Membri dell’Unione Europea hanno risposto con ingenti ricapitalizzazioni pubbliche prima ancora che le perdite fossero assorbite dai creditori subordinati o da portatori di strumenti di capitale diversi dalle azioni. In alcuni casi non è stato nemmeno intaccato il valore delle azioni ordinarie, per definizione le prime a dover sopportare le perdite.

Tale soluzione (il c.d. *bail-out*) ha comportato molteplici conseguenze negative:

- a) ha indebolito la disciplina di mercato, perché ha indotto quest’ultimo a ritenere che le banche siano supportate da una garanzia statale, così da far venire meno l’incentivo di azionisti e obbligazionisti a misurarne e monitorarne la rischiosità effettiva (il c.d. *moral hazard*);
- b) ha creato un “circolo vizioso” tra banche e Stati membri. Infatti, in conseguenza di queste “reti di sicurezza” pubbliche: da un lato le banche sono valutate non per il loro merito creditizio ma per la dimensione del sostegno nazionale su cui possono fare affidamento (si veda il caso italiano e greco, ove il costo della raccolta delle rispettive banche è penalizzato dalle condizioni della finanza pubblica, a prescindere dalla loro solidità); dall’altro i bilanci pubblici sono stati compromessi dall’ingente mole di aiuti forniti (v. il caso spagnolo e irlandese).
- c) ha innescato un processo di progressiva “balcanizzazione” del Mercato Unico per i servizi bancari: se in caso di crisi le banche sono disaggregate lungo confini e sostegni nazionali, diviene razionale che esse vengano analizzate dagli investitori, gestite dai *managers* e supervisionate dalle autorità con requisiti di capitale e liquidità imposti lungo confini nazio-

¹⁰ Definita dall’art. 2, n. 40), come “collective insolvency proceedings which entail the partial or total divestment of a debtor and the appointment of a liquidator or an administrator normally applicable to institutions under national law and either specific to those institutions or generally applicable to any natural or legal person”.

¹¹ Come si vedrà *infra* (cfr. § 4.2.) il rispetto di tale principio, nel sistema della bozza di direttiva, è assicurato dall’art. 66, che prevede una valutazione *ex post*.

nali, trascurando la dimensioni transfrontaliera del gruppo. In termini di *game theory*: ciò che può accadere nella fase finale informa necessariamente le scelte (di investimento, di gestione, di vigilanza) che sono compiute nelle fasi precedenti. Ne consegue che i grandi gruppi transnazionali incontrano serie difficoltà nell'intermediare il risparmio da zone in *surplus* a zone in *deficit* e dunque viene meno la funzione primaria del Mercato Unico per i servizi bancari come canale per il finanziamento di famiglie e imprese.

Il *bail-in* cerca di porre rimedio a questi problemi. Esso mira a contrastare i comportamenti opportunistici degli investitori (siano essi azionisti o creditori della banca), rendendo credibile *ex ante* che essi sopportino i costi del dissesto bancario e quindi ripristinando la disciplina di mercato. Interrompe inoltre il circolo vizioso tra bilanci statali e banche, svincolando i salvataggi bancari dall'impiego di risorse pubbliche. Infine, se applicato correttamente ai gruppi transnazionali (vale a dire senza esenzioni volte a favorire i creditori domestici), pone le precondizioni per rimettere in moto il Mercato Unico dei servizi bancari, perché rende più remota la prospettiva che le banche in crisi vengano disarticolate lungo i confini nazionali (cfr. casi Fortis o Dexia), ovvero più plausibile la possibilità di risoluzioni integrate in ambito europeo.

3. Operatività del bail-in: termini generali.

Sul piano operativo, il *bail-in* mira a consentire la ristrutturazione finanziaria e industriale della banca soggetta a risoluzione senza interrompere l'attività, sul presupposto che l'alternativa della cessazione dell'attività e conseguente liquidazione dei suoi *assets* nella maggior parte dei casi comporterebbe un risultato sub-ottimale in termini di soddisfazione dei creditori, oltre che di stabilità finanziaria ed economica del sistema¹².

Sotto questo profilo il *bail-in* si presenta come uno strumento particolarmente utile per affrontare la crisi delle banche di maggiore dimensioni e sistemicamente rilevanti (le c.d. *systemically important banks* o SIBs). Esso, infatti, consente una prima, provvisoria, "stabilizzazione" della loro

¹² Cfr. JAMES C., *The Losses Realized in Bank Failures*, in *The Journ. of Fin.*, vol. 46, no. 4, 1991, 1223 ss., che prende in considerazione 412 casi di procedure di insolvenza di istituti bancari statunitensi tra il 1985 e il 1988, rilevando come la differenza tra il *book value* degli *assets* e quanto realizzato tramite una liquidazione parcellizzata sia stato mediamente del 30,5%, mentre per i 29 casi verificatisi nel medesimo periodo di vendita dell'intero complesso aziendale la medesima differenza media sia stata del 19%.

situazione *finanziaria* in un lasso di tempo sufficientemente ristretto (idealmente tra la chiusura dei mercati il venerdì e la loro riapertura il lunedì); in tal modo gli investitori e i mercati sono assicurati sulla presenza di risorse patrimoniali adeguate e si evitano la corsa ai depositi e gli effetti domino sul resto del sistema¹³.

Conseguito questo primo obiettivo, si potrà procedere nella più complessa opera di ristrutturazione *industriale* della banca. Si spiega così perché il legislatore europeo richieda che il *bail-in* sia sempre accompagnato dalla presentazione di un piano di riorganizzazione industriale¹⁴. E in questa stessa prospettiva sembra altresì plausibile che in molti casi il *bail-in* sarà affiancato dall'utilizzo di uno o più degli altri tre strumenti di risoluzione sopra richiamati.

Ovviamente il *bail-in* non fornisce risposte dirette a eventuali carenze della banca sul piano della liquidità, ma grazie al rafforzamento del capitale regolamentare di quest'ultima rende più agevole il reperimento di nuove fonti di finanziamento.

4. Le problematiche della conversione del debito in azioni.

I principali nodi problematici da affrontare nel procedimento di conversione del debito in azioni sono i seguenti. In primo luogo, occorre stabilire se sia possibile convertire forzatamente il debito senza prima aver cancellato le pretese degli azionisti i quali, in quanto *residual claimants*, sono coloro che devono per primi sopportare il costo del dissesto. In secondo luogo, è necessario individuare i tassi di conversione (c.d. *conversion rates*)¹⁵ che assicurino il rispetto del NCWO e che riflettano la gerarchia delle pretese dei creditori così come stabilita nell'ambito delle singole procedure di insolvenza nazionali.

Per meglio esporre tali nodi problematici, è opportuno svolgere una breve digressione preliminare sui procedimenti valutativi previsti dal te-

¹³ Per un'esemplificazione pratica rispetto al caso Lehman Brothers cfr. CALELLO P. – ERVIN W., *From bail-out to bail-in*, in *The Economist*, Jan 28th 2010, disponibile al link <http://www.economist.com/node/15392186>; FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), *The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act*, in *FDIC Quarterly*, 2011, disponibile al link http://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2011_vol5_2/lehman.pdf.

¹⁴ Cfr. art. 47.

¹⁵ Definiti dall'art. 2, n. 66, come "the factor that determines the number of share or other instruments of ownership into which a liability of a specific class will be converted, by reference either to a single instrument of the class in question or to a specified unit of value of a debit claim".

sto della direttiva. Come infatti si vedrà essi rappresentano un punto di riferimento necessario nell'ambito delle decisioni che l'autorità di risoluzione è chiamata a compiere.

4.1. *La valutazione preliminare ex art. 30.*

Il testo della proposta di direttiva individua come passaggio fondamentale della procedura di risoluzione la predisposizione da parte di un soggetto indipendente¹⁶ di una valutazione preliminare "*fair, prudent and realistic*"¹⁷ dell'effettiva consistenza del patrimonio dell'impresa bancaria (*i.e.* individuare l'esatto valore delle attività e passività della banca).

Per quanto concerne il *bail-in* tale valutazione ha il duplice scopo di consentire all'autorità di risoluzione di determinare l'ammontare di passività:

- a) da sottoporre a *write down* in modo tale da assorbire le perdite registrate (dopo che tali perdite siano state assorbite dagli strumenti di capitale);
- b) da convertire in azioni in modo tale da ricapitalizzare l'impresa bancaria ad un livello tale da assicurare la sua capacità di operare sul mercato.

Inoltre, come si vedrà, l'art. 42, co. 3, richiede che la valutazione *ex art. 30* sia punto di riferimento per l'autorità di risoluzione nel decidere se estromettere del tutto gli azionisti¹⁸ prima di procedere alla conversione del debito in azioni.

4.2. *La valutazione successiva ex art. 66.*

A tutela del rispetto del NCWO l'art. 66 impone che successivamente all'impiego di uno dei quattro strumenti di risoluzione, e quindi anche nel caso di *bail-in* con conversione del debito in capitale, sia compiuta una valutazione indipendente allo scopo di accertare se gli azionisti e/o i creditori avrebbero ricevuto un trattamento migliore nell'ambito di un'"ordinaria procedura di insolvenza". A tal fine l'art. 66, co. 2, lett. a) e

¹⁶ L'art. 30, co. 1a, ammette, qualora per ragioni di urgenza non sia possibile predisporre la valutazione a norma dei commi successivi, che sia la stessa autorità di risoluzione a condurre una valutazione provvisoria secondo quanto dettato dal co. 5, la quale deve però includere un *buffer* per perdite ulteriori, la cui consistenza sia adeguatamente motivata.

¹⁷ I criteri che il valutatore dovrà utilizzare saranno definiti da un "*technical standard*" che la European Banking Authority (EBA) dovrà emanare. Per quanto concerne la valutazione delle passività è interessante sottolineare che, proprio a fini prudenziali, il preambolo 33 della direttiva stabilisce che le passività devono essere misurate senza tenere conto della condizione di dissesto della banca, il che induce a pensare che il legislatore non intende fare riferimento per le passività al loro *fair value*, bensì in base al valore di libro, così da evitare che le perdite siano sottostimate.

¹⁸ Cfr. *infra* § 5.

b), richiedono che la valutazione stabilisca il presumibile trattamento che avrebbero ricevuto gli azionisti e creditori a seguito di una procedura ordinaria, da un lato, e quello che essi hanno effettivamente ricevuto a seguito del *bail-in*, dall'altro lato. Le due valutazioni devono poi essere poste a confronto per accertare l'avvenuto rispetto del NCWO.

5. Il *wipe-out* degli azionisti o la loro severa dilution.

L'art. 42, co. 4b, demanda a delle *guidelines*¹⁹ che dovranno essere emanate dalla European Banking Authority (EBA) di specificare quali criteri dovrebbero essere seguiti per determinare il trattamento riservato agli azionisti²⁰ della società nel caso si proceda alla conversione del debito e degli altri strumenti di capitale diversi dalle azioni. I due scenari prospettati dalla norma sono:

- a) la cancellazione²¹ (*wipe-out*) delle azioni con conseguente totale estromissione degli azionisti preesistenti all'esercizio del *bail-in*;
- b) la "severa diluizione" di questi ultimi tramite l'esercizio dei poteri di conversione se, e solo se, la banca posseda un patrimonio netto positivo a seguito della valutazione *ex art.* 30.

5.1. La decisione di estromettere gli azionisti: il trade-off tra tutela del diritto di proprietà e possibili comportamenti opportunistici.

Il discorso può quindi muovere dalla seguente premessa: quando la società soggetta a risoluzione possiede un valore netto positivo ai sensi della valutazione *ex art.* 30, gli azionisti possono conservare il loro *status* ed essere soggetti a *severe dilution*.

Sembra inoltre, sebbene la direttiva nulla dica in proposito, che gli azionisti non dovrebbero essere estromessi se è presumibile pensare che la

¹⁹ Ai sensi dell'art. 16 del Regolamento n. 1093/10, le autorità di risoluzione nazionali che non intendano recepire tali *guidelines* dovranno rendere pubblica e motivare la decisione (*comply or explain*).

²⁰ Il testo si riferisce espressamente ai portatori di "*instruments of ownership*", categoria all'evidenza ben più ampia di quella degli azionisti. L'art. 2, n. 53, li definisce come "*shares, other instruments that confer ownership, instruments that are convertible into or give the right to acquire shares or other instruments of ownership, and instruments representing interests in shares or other instruments of ownership*", plausibilmente per includere gli strumenti equiparabili alle azioni, ad esempio nel caso delle cooperative bancarie.

²¹ Ci si può poi interrogare su come debba essere attuata la "cancellazione" delle azioni imposta dall'art. 42. L'interpretazione che appare preferibile è quella che ricomprende la cancellazione dei diritti sia economici (ad es. diritto al dividendo) sia amministrativi (ad es. diritto di voto nell'assemblea degli azionisti), così da evitare il permanere di situazioni "ibride" di difficile gestione.

banca possieda un valore netto positivo ai sensi della valutazione *ex art.* 66, ossia in base ad una valutazione del valore dell'impresa in caso di un'ordinaria procedura di insolvenza. Questi ultimi sono infatti titolari di una pretesa, seppur residuale, su quel valore netto positivo. La cancellazione delle azioni con conseguente estromissione²² potrebbe quindi essere considerata come un'espropriazione incompatibile con le tradizioni costituzionali comuni degli stati membri e con la Carta Europea dei Diritti dell'Uomo²³.

D'altro canto, bisogna considerare che tramite la conversione forzata del debito in azioni gli azionisti della società sono esonerati dal loro onere di ricapitalizzare la banca in crisi e continuano, ciò nonostante, a partecipare ai profitti futuri derivanti dalla ristrutturazione. E' per questo motivo che, al fine di scoraggiare comportamenti opportunistici, l'art. 42, co. 1, lett. b), richiede che, qualora essi non siano totalmente estromessi, i tassi di conversione determinino una loro *severe dilution*, ossia una rilevante penalizzazione.

Secondo una prima possibile impostazione la penalizzazione tramite i tassi di conversione dovrebbe essere ottenuta considerando il valore che gli azionisti avrebbero perso se la società non fosse stata soggetta a *bail-in* e liquidata secondo le procedure ordinarie (ad esempio senza includere in tutto o in parte l'avviamento). In altre parole, gli azionisti non dovrebbero beneficiare di quel *surplus* di valore conseguente

²² Intesa, come accennato, nel senso di cancellazione di tutti i diritti connessi alla posizione di azionista.

²³ Esistono poi delle ipotesi in cui potrebbe risultare opportuno cancellare alcune categorie di azioni assegnando in compensazione agli azionisti azioni di diversa natura. In tal modo non si realizzerebbe un'estromissione degli azionisti ma una semplice riqualificazione della loro pretesa nei confronti della banca; riqualificazione che, è il caso di precisare, potrebbe rivelarsi preferibile in virtù di questioni operative più che di problemi di distribuzione del valore creato dal *bail-in*. Ciò, ad esempio, potrebbe essere opportuno per garantire una semplificazione della struttura di voto in assemblea generale, qualora ritenuta opportuna, eliminando le classi di azioni dotate di diritti di voto di diversa natura. In altri casi, qualora le azioni siano quotate ad un valore inferiore a quello nominale, la cancellazione seguita da una emissione di nuove azioni potrebbe essere necessaria in quegli ordinamenti che non consentono l'emissione di azioni al di sotto del loro valore nominale; in questo caso la cancellazione potrebbe anche non essere totale ma solo parziale per adeguare il valore nominale delle azioni a quello di mercato. La cancellazione permetterebbe inoltre di effettuare una cesura nella compagine azionaria della società soggetta a risoluzione, con la conseguenza di impedire azioni risarcitorie da parte degli ex azionisti per eventi verificatisi successivamente a tale momento. In ultimo, in alcuni ordinamenti l'emissione di nuove azioni senza aver prima cancellato quelle preesistenti potrebbe richiedere l'approvazione degli azionisti mentre tale approvazione non avrebbe ragione di essere richiesta per la cancellazione autoritativa.

all'applicazione del *bail-in*. Questa, ad esempio, è la soluzione adottata dall'art. 5, co. 3., del Northern Rock plc Compensation Scheme Order 2008²⁴, il cui art. 6 richiedeva che ogni indennizzo da corrispondere agli ex azionisti fosse calcolato assumendo che la Northern Rock non fosse più in grado di proseguire la propria attività e, conseguentemente, fosse divenuta un *gone-concern*. Tale impostazione è stata tra l'altro condivisa dalla Corte Europea di Strasburgo nella decisione Grainger²⁵ ove, per l'appunto, si è affermato che se agli azionisti di Northern Rock fosse stato permesso di beneficiare del valore creato e mantenuto grazie all'intervento pubblico, ciò avrebbe indotto gli amministratori e gli azionisti di altri istituti bancari a contare su interventi della medesima natura.

Sebbene appaia convincente sul piano economico, il criterio proposto non sembra però trovare riscontro in specifiche previsioni della direttiva.

Volendo invece trovare un criterio di penalizzazione all'interno del testo della direttiva, si potrebbe valorizzare il richiamo contenuto nell'art. 42, co. 3, là dove si fa riferimento all'ammontare della ricapitalizzazione necessaria da attuarsi mediante conversione del debito come valore che deve essere preso in considerazione dall'autorità di risoluzione nella scelta se estromettere gli azionisti o sottoporli a diluzione per effetto – per l'appunto – di un fattore di conversione del debito per loro penalizzante. Tale ammontare, infatti, non fa altro che esprimere numericamente la conseguenza, cui la conversione forzata cerca di porre rimedio – del mancato assolvimento da parte degli ex azionisti al loro onere di ricapitalizzazione.

Secondo questa seconda proposta gli azionisti potrebbero pertanto beneficiare del valore creato tramite il *bail-in* anche nell'ipotesi in cui la valutazione dell'impresa come *gone-concern* sarebbe stata pari a zero o addi-

²⁴ Disponibile al link http://www.legislation.gov.uk/uksi/2008/718/pdfs/uksi_20080718_en.pdf.

²⁵ *Grainger and others v. the United Kingdom*, n. 34940/10, 10 luglio 2012, disponibile al link <http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/pages/search.aspx?i=001-112312>. La vicenda ha preso le mosse da un'azione sfociata in una sentenza della High Court in primo grado, *SRM Global Master Fund LP, RAB Special Situations (Master) Fund Ltd, Dennis Grainger & Others v. The Commissioners of Her Majesty's Treasury* [2009] EWCA Civ 788 (disponibile al link <http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Admin/2009/227.html>) e dalla Court of Appeal in secondo grado, [2009] EWCH 227 (Admin). Sulla vicenda che ha interessato la nazionalizzazione della Northern Rock v., per un primo approfondimento, TOMASIC R., *Shareholder Litigation and the Financial Crisis – the Northern Rock Shareholder Appeal*, disponibile su www.ssrn.com e ID., *The Rescue of Northern Rock: Nationalisation in the Shadow of Insolvency*, in *Corporate Rescue and Insolvency*, 2008, 109. In Italia v. DELL'ATTI A., *Gli aiuti alle banche in tempo di crisi*, in *Conc. e mercato*, 2012, 569; GIGLIO, *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in *Mercato, conc. e regole*, 2009, 23, LOLLI, *La crisi delle banche ed i possibili rimedi tra patrimonio di vigilanza e regole di trasparenza*, in *Contr. e Impr.*, 2013, 158.

rittura negativa²⁶. La penalizzazione richiesta dal testo della direttiva, più che essere individuata sulla base della presenza o meno di un patrimonio netto positivo nello stato di *gone concern*, sarebbe piuttosto ancorata all'importo della ricapitalizzazione ottenuta tramite la conversione forzosamente.

6. L'appropriatezza dei conversion rates.

L'art. 45, co. 1, stabilisce che i tassi di conversione debbano essere differenziati per le diverse classi di strumenti di capitale o di debito in base ad almeno uno dei due principi stabiliti nei commi 2 e 3 del medesimo articolo. Il co. 2 impone di strutturare i tassi di conversione in modo tale da attribuire ai creditori una compensazione appropriata della perdita subita per eccesso dell'esercizio del *write-down* e della conversione. Il co. 3 impone che il tasso di conversione applicato ai creditori ordinari²⁷ sia maggiore di quello applicato ai creditori subordinati.

La prima questione da affrontare deriva però dal fatto che il testo della direttiva non definisce che cosa debba intendersi per "diverse classi di strumenti di capitale o di debito". Occorre quindi chiedersi se tale differenziazione debba riferirsi esclusivamente all'ordine delle cause legittime di prelazione applicabile nelle procedure concorsuali o anche ad altri parametri economici (ad es. durata residua del debito o diverso tasso di interesse).

L'art. 45, co. 4, delega infine a delle *guidelines*²⁸ da emanarsi da parte dell'EBA di indicare come i creditori possano essere appropriatamente compensati nell'ambito del processo di conversione e quali tassi possano riflettere il diverso ordine di priorità accordato ai creditori dalle legislazioni concorsuali nazionali. In tale contesto assumono sicuramente centrale rilievo, oltre al rispetto del NCWO, i principi stabiliti dall'art. 29: *i*) i creditori devono sopportare le perdite dopo gli azionisti e *ii*) i creditori appartenenti ad una medesima classe non devono essere tra loro discriminati.

²⁶ Ipotesi, questa, che se si fosse verificata in una normale procedura di insolvenza avrebbe comportato l'impossibilità per gli azionisti di far valere la loro *residual claim*.

²⁷ Il testo della direttiva si limita a distinguere tra *senior debt* e *junior debt*, senza prendere in considerazione le plurime sfaccettature rinvenibili nelle legislazioni nazionali (basti pensare all'intricata disciplina dell'ordine dei privilegi dettata dal codice civile italiano).

²⁸ Cfr. *supra* nt. 17.

Ciò posto, la compensazione da attribuire ai creditori coinvolti nella conversione può assumere un contenuto molto diverso in base ai criteri che si intenda adottare per dare attuazione a detti principi.

6.1. *L'appropriatezza si identifica con il counterfactual insolvency recovery rate?*

Secondo una prima impostazione, il requisito di una “compensazione appropriata” (*appropriate compensation*) richiesta dal testo della direttiva potrebbe significare che (tutti) i creditori dovrebbero ricevere dall'applicazione del *bail-in* un beneficio solamente pari, e mai superiore, a quello che avrebbero potuto ottenere in una ordinaria procedura di insolvenza (c.d. *counterfactual insolvency recovery rate*). In tale prospettiva il *surplus* di valore (probabilmente)²⁹ conseguente al *bail-in* rispetto alla insolvenza ordinaria non verrebbe diviso tra i creditori ma sarebbe destinato ad un terzo soggetto³⁰. Questa soluzione comporterebbe un trattamento particolarmente severo per i creditori e sotto questo punto di vista avrebbe il pregio di stimolarli nel massimo grado a monitorare il rischio di dissesto. D'altro canto, essa appare eccessivamente punitiva, in quanto non terrebbe in conto il valore dell'impresa così come determinato ai sensi dell'articolo 30, laddove come si è visto quest'ultima valutazione è espressamente presa in considerazione dalla direttiva per determinare o meno l'estromissione degli azionisti. Si avrebbe quindi il paradossale risultato di trattare, a parità di condizioni, gli azionisti in maniera più favorevole dei creditori, in contrasto con il principio portato dall'articolo 29, co. 1, lett. a), secondo il quale gli azionisti sono i primi a dover sopportare le perdite.

6.2. *L'appropriatezza e il NCWO come misura minima del compenso?*

Alternativamente, si potrebbe ritenere che l'applicazione dei principi di cui all'art. 29 comporti che la compensazione appropriata *si identifichi* almeno con il NCWO, sicché la conversione del debito in azioni dovrebbe essere attuata facendo sì che nessun creditore si trovi quanto meno in una situazione pari o migliore di quella in cui si sarebbe trovato in un'ordinaria procedura di insolvenza. In termini pratici questo esige che

²⁹ Come già accennato, attraverso il *bail-in* si evita una liquidazione degli *assets*, conservando quanto più possibile l'avviamento.

³⁰ Si può ad esempio ipotizzare che tale *surplus* di valore sia in parte o integralmente assegnato a coprire i costi di funzionamento dell'autorità di risoluzione per la gestione del *bail-in* ovvero essere accantonato nel fondo di risoluzione per fare fronte al rischio di richieste di indennizzo a fronte della asserita violazione del NCWO.

l'autorità di risoluzione nel determinare i tassi di conversione proceda ad una propria valutazione prognostica circa l'esito della valutazione *ex post* che l'esperto indipendente dovrà successivamente compiere ai sensi dell'articolo 66 (*i.e.* in merito al trattamento che i creditori avrebbero ricevuto in una procedura di insolvenza ordinaria)³¹.

6.3. L'appropriatezza come criterio di distribuzione del surplus.

La soluzione sopra prospettata non detta però alcun criterio con riferimento alla distribuzione *tra* le diverse classi dei creditori del *surplus* di valore conseguente al *bail-in* rispetto a una procedura di insolvenza ordinaria. Per soddisfare tale esigenza sulla base di un criterio chiaro e prevedibile si potrebbe ipotizzare che il legislatore europeo nel fare riferimento al requisito della "compensazione appropriata" stia richiedendo la definizione da parte delle legislazioni nazionali di criteri di determinazione di tassi di conversione *differenziati per classi di debito* che comportino non solo il rispetto del NCWO ma anche l'obbligo di distribuire il *surplus* conseguente al *bail-in* tra i creditori in modo tale da differenziarli *sempre e comunque in base alle diverse classi di appartenenza*. Se da un lato tale lettura sicuramente andrebbe a ridurre la discrezionalità dell'autorità di risoluzione nello stabilire la misura minima della compensazione, dall'altro lato essa presenta il rischio che gli Stati debbano introdurre meccanismi eccessivamente rigidi o complessi rispetto alla necessaria flessibilità che l'emergenza e l'imprevedibilità delle procedure di risoluzione richiedono. Le autorità dovrebbero infatti applicare tassi di conversione differenziati volti a garantire il *diritto*, non una semplice aspettativa di fatto, di ciascuna classe di creditori a percepire non solo *almeno* quanto essi avrebbero ricevuto in una procedura insolvenza, bensì anche ad essere preferiti – nel concorso con le altre classi di creditori convertiti – fino alla soddisfazione dell'intero valore della loro pretesa stimata *ex art. 30*. E qualora un creditore ritenesse di essere stato lesa in tale diritto (ad es. perché il tasso di conversione non abbia soddisfatto per l'intero la pretesa stimata *ex art. 30*) po-

³¹ In realtà l'art. 30, co. 4, già richiede che la valutazione *ex ante ex art. 30* indichi la suddivisione dei creditori in classi in base alla gerarchia applicabile nella legislazione concorsuale e stimi il trattamento che ogni classe di azionisti e di creditori avrebbe ricevuto se la banca fosse stata sottoposta ad un'ordinaria procedura di insolvenza. Tali requisiti della valutazione devono essere contenuti, se ciò è ragionevolmente possibile nelle circostanze concrete, anche nella valutazione provvisoria condotta *ex art. 30, co. 5*, direttamente dall'autorità di risoluzione. La norma prevede poi espressamente che tale valutazione non può impedire l'applicazione del principio del NCWO ai sensi della valutazione *ex post ex art. 66*.

trebbe agire in giudizio per chiedere il risarcimento del danno. Tutto ciò con evidente incremento dei rischi legali e operativi dell'intera procedura di *bail-in*, da effettuare, come detto, rispetto a banche di grandi o grandissime dimensioni (c.d. SIBs) e in un lasso di tempo particolarmente ridotto³².

6.4. Ragioni a favore dell'identificazione tra appropriatezza e NCWO come misura minima.

La soluzione più equilibrata tra quelle prospettate potrebbe essere la seconda, che identifica il principio del NCWO come condizione minima per il rispetto del requisito dell'appropriatezza come criterio di determinazione dei tassi di conversione *ex art.* 29. La prima e la terza soluzione sono infatti entrambe di difficile applicazione pratica, richiedendo la massima precisione nelle valutazioni compiute dall'autorità di risoluzione, oltre ad essere troppo punitiva una e troppo protettiva l'altra. D'altro canto, il rispetto del principio di NCWO implica necessariamente il rispetto delle norme che stabiliscono la gerarchia tra crediti contenute nelle legislazioni di insolvenza nazionali³³ e quindi richiede *di per sé* un trattamento differenziato tra le diverse classi di creditori, almeno fino alla soddisfazione di quanto essi avrebbero percepito in un'ordinaria procedura di insolvenza. Esso, in altri termini, impone di stabilire criteri di conversione differenziati per classi che assicurino *in primis* che la classe di creditori gerarchicamente sovraordinata (*i.e. senior*) si veda attribuita azioni per un valore (*i.e. riceva un trattamento*) tale da soddisfare il proprio NCWO. Solo subordinatamente a tale condizione le azioni che residuano dal soddisfacimento della classe *senior* potranno essere attribuite alla classe immediatamente subordinata per un valore tale da eguagliare il suo NCWO, e così proseguendo per quelle successive.

I problemi che a questo punto si pongono sono, nell'ordine:

- i) a quale momento e a quali criteri si debba fare riferimento per determinare il valore delle azioni che sono attribuite in compensazione, vale a dire come si debba misurare l'effettivo trattamento che i creditori hanno ricevuto ai sensi dell'articolo 66, co. 2, lett. b), al fine di compararlo con quanto avrebbero ricevuto in una procedura di insolvenza (*i.e. con il loro NCWO*);

³² Cfr. *supra* § 3.

³³ Non si può però tralasciare di osservare come seguire tale via non garantirebbe un livello elevato di armonizzazione, viste le differenze anche notevoli che è possibile riscontrare nelle legislazioni nazionali a livello di regole sulla gerarchia dei crediti.

- come incida sulla necessaria diversificazione dei tassi di conversione l'eventuale differenza (*i.e.* il delta) tra, da un lato, il valore che l'autorità di risoluzione ha preso in considerazione nell'ambito della procedura di conversione in base alla valutazione *ex art.* 30 e, dall'altro lato, l'effettivo trattamento ricevuto dai creditori, ossia, come si vedrà³⁴, il valore a cui i creditori possono effettivamente monetizzare le azioni ricevute;
- come incida sul tasso di conversione l'esenzione dal *bail-in* di alcune categorie di creditori *ex art.* 38;
- come incidano infine le eventuali differenze tra la stima effettuata *ex ante* dall'autorità di risoluzione sul coefficiente di recupero conseguente ad una ipotetica procedura di insolvenza (*c.d. counterfactual insolvency recovery rate*) e la valutazione *ex post* su tale medesimo coefficiente compiuta dall'esperto indipendente *ex art.* 66, co. 2, lett. a).

6.5. La determinazione del trattamento effettivamente ricevuto dai creditori.

Il testo della direttiva si limita nell'art. 66, co. 2, lett. b), a definire come "*actual*" il trattamento che, ai fini dell'applicazione del NWCO, deve essere accertato al fine di stabilire quanto effettivamente ricevuto dai creditori e dagli azionisti a seguito dell'applicazione degli strumenti di risoluzione.

Sembra plausibile ritenere che per trattamento si debba intendere il valore a cui si può monetizzare l'azione, non appena questo valore sia determinabile vuoi facendo riferimento a una quotazione di mercato³⁵ vuoi, quando un mercato non esista, attraverso criteri che riproducano il valore

³⁴ Cfr. *infra* § 6.5.

³⁵ Ciò con la precisazione che il valore di mercato delle azioni, oltre a soffrire di tutte le eccezioni che sono state sollevate nei confronti del postulato dell'efficienza del mercato dei capitali, se posto come uno dei parametri dell'equazione accanto all'ammontare del debito da convertire, impedisce di computare quel premio connesso all'esistenza di partecipazioni di controllo. Il problema si è già posto da tempo nell'esperienza statunitense, dato che il § 11 del *Bankruptcy Code* permette la conversione del debito in capitale da lungo tempo, cfr. BEBCHUCK L.A., *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in *Harv. L. Rev.*, 1988, 803, che ha proposto che il creditore che riceva azioni sufficienti a raggiungere il controllo della società sia obbligato a venderne una quantità sufficiente a perdere detto controllo; GLEESON S., *Legal Aspects of Bank Bail-ins*, *LSE Financial Market Group Paper Series*, Special Paper n. 205, 2012, disponibile al link <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP205.pdf>, 22, che invece propone l'introduzione di un *ownership cap* per evitare che l'acquisto da parte di un solo soggetto - o di un gruppo di soggetti correlati - di un ingente porzione di azioni (oltre il 10% del capitale) della capogruppo comporti l'attivazione dei meccanismi regolatori in ordine al controllo degli istituti bancari; ROE M. J., *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, in *Colum. L. Rev.*, 1983, 527; ID.; *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials*, Foundation Press, 2000, 585-586.

a cui l'azione avrebbe potuto essere ceduta a terzi, nel momento in cui questa ipotesi diviene plausibile. Se si facesse infatti riferimento al valore stimato *ex art. 30* non si terrebbe in conto la *ratio* della norma, che è quella di comparare l'ipotetico risultato dell'insolvenza (che dovrebbe plausibilmente essere attualizzato al momento della comparazione) con il trattamento *effettivamente* ricevuto dal titolare dello strumento di debito.

6.6. L'impatto di eventuali sottovalutazioni da parte del mercato.

Ciò posto, se il valore delle azioni che l'autorità di risoluzione nell'ambito della procedura di conversione determina in base alla valutazione preliminare *ex art. 30* coincidesse con il valore per il quale queste stesse azioni possono essere cedute a terzi nel momento stesso dalla loro attribuzione non sarebbe necessario differenziare i tassi di conversione; come già accennato, infatti, il seguire la gerarchia dei crediti stabilita nelle procedure di insolvenza rispetta di per sé il NCWO e quindi anche l'esigenza di differenziare le diverse classi³⁶. In altre parole, in questa ipotesi la conversione del debito in azioni cambierebbe la natura ma non il valore della pretesa dei creditori stimata *ex art. 30*.

Se però il valore delle azioni post-conversione stimato dall'autorità di risoluzione e quello "effettivo" post-conversione non coincidessero, dandosi il caso che il valore "effettivo" sia *inferiore* a quello stimato per effetto di asimmetrie informative tra autorità di risoluzione e mercato, si potrebbe verificare la necessità di stabilire tassi di conversione differenziati per evitare che i creditori più garantiti vedano violato il loro NCWO³⁷.

³⁶ Cfr. *supra* § 6.3. Quanto appena osservato può essere meglio esposto tramite un esempio. Si dia il caso di una banca con *assets* per un valore di 25, debiti subordinati per 10 e ordinari per 15. Ipotizzando un *insolvency recovery rate* dell'80%, per un valore cioè di 20, il NCWO dei creditori ordinari sarebbe 15, mentre quello dei subordinati sarebbe 5, poiché in un'ordinaria procedura concorsuale la distribuzione dell'attivo andrebbe *prima* a beneficio degli ordinari e poi, solo per il rimanente, a beneficio dei subordinati. Ipotizzando una necessità di ricapitalizzare la banca per un valore di 15, tale esigenza di ricapitalizzazione, in assenza di tassi differenziati, comporterebbe la conversione di tutti i debiti subordinati per un valore di 10 (2/3) e di parte dei debiti ordinari per un valore di 5 (1/3). Conseguentemente, il bilancio della banca post-risoluzione, dal lato delle passività, sarebbe il seguente: capitale per 15 - di cui 10 in mano ai subordinati e 5 in mano agli ordinari - debiti ordinari per 10. In tal caso non sarebbe violato il NCWO: i creditori ordinari avrebbero ricevuto per effetto del *bail-in* un trattamento per un valore complessivo di 15 (5 in azioni e 10 in debito), pari al loro NCWO, e i subordinati avrebbero ricevuto 10 in azioni, addirittura superiore al valore del loro NCWO

³⁷ Anche in questo caso un esempio può aiutare la comprensione. Si dia l'ipotesi di una banca con il medesimo bilancio pre-risoluzione indicato nella nota precedente (*assets* per 25, debiti subordinati per 10 e debiti ordinari per 15). Si ipotizzi inoltre il medesimo *insolvency recovery rate* per un valore pari a 20 e, quindi, il medesimo NCWO di 15 per i credi-

Il problema appena prospettato invece non si porrebbe nel caso in cui il valore effettivo delle azioni post-risoluzione fosse *superiore* rispetto a quello stimato dall'autorità di risoluzione. I creditori soggetti a conversione si troverebbero infatti a possedere degli strumenti valutati più della loro pretesa soggetta a conversione. I creditori non convertiti, del pari, non avrebbero alcun danno rispetto ad una procedura di insolvenza ordinaria. Solo i creditori eventualmente soggetti a *write-down* preliminare senza possibilità di partecipare alla successiva conversione potrebbero asserire di aver subito un danno dall'applicazione del *bail-in*, poiché si potrebbe sostenere che le perdite siano state sovrastimate dalla valutazione *ex art.* 30³⁸.

6.7. *L'ambito soggettivo di applicazione del bail-in.*

Come accennato, è poi necessario considerare quali classi di creditori debbano sopportare il procedimento di conversione e quali no, perché escluse dal meccanismo del *bail-in*³⁹. Tanto più ristretta è la platea di soggetti che devono sopportare la conversione, tanto più essi saranno sensibili a diminuzioni del valore delle azioni.

6.8. *L'influenza del counterfactual insolvency recovery rate in caso di insolvenza.*

Altro fattore da prendere in considerazione nella ricerca di un appropriato tasso di conversione è costituito, in presenza di un delta negativo tra stima *ex art.* 30 e "valore effettivo" *post bail-in*⁴⁰, da quanto effetti-

tori ordinari e 5 per quelli subordinati. Si ipotizzi però un delta tra valore stimato dall'autorità di risoluzione e valore effettivo delle azioni assegnate in conversione pari a 5 (33,33%), con la conseguenza che le azioni assegnate per effettuare una ricapitalizzazione di 15 *valgono in realtà* 10. Se si usassero i tassi indicati nella nota precedente (2/3 per i creditori subordinati e 1/3 per quelli ordinari), i creditori subordinati otterrebbero azioni per un valore di 6,6, maggiore del loro NCWO di 5, mentre i creditori ordinari otterrebbero azioni per un valore di 3,3 che, sommato a 10 di crediti non convertiti, comporterebbe un valore complessivo ricevuto di 13,3, *evidentemente inferiore rispetto al loro NCWO di 15*. Per rispettare il NCWO sarebbe necessario *differenziare* i tassi di conversione: ½ per i creditori subordinati, che in tal modo otterrebbero 5, ed ½ per i creditori privilegiati, che così facendo otterrebbero un valore complessivo di 15, entrambi pari ai rispettivi NCWO.

³⁸ A tale inconveniente, si potrebbe ovviare esplorando la possibilità di predisporre un *write-up* eventuale, una sorta di opzione. .

³⁹ Cfr. *supra* nt. 8.

⁴⁰ Se, infatti, non si attende uno scarto tra il valore attribuito *ex art.* 30 alle azioni assegnate in conversione da parte dell'autorità di risoluzione e quello effettivo post-risoluzione, la dimensione del *counterfactual insolvency recovery rate* non incide sull'esigenza di predisporre tassi di conversione differenziati, poiché applicando un tasso di conversione uguale per ogni classe di creditori essi sono compensati sicuramente più di quanto avrebbero

vamente una procedura concorsuale sarebbe riuscita a valorizzare gli *assets* dell'impresa (c.d. *recovery rate*) in base alla valutazione *ex post* ai sensi dell'art. 66⁴¹. Tanto più alto è tale "indice di efficienza" della procedura ordinaria tanto maggiore è la possibilità che si verifichi una violazione del NCWO⁴². Ciò si può agevolmente comprendere qualora si consideri che il valore di ogni NCWO *dipende* dalla *counterfactual insolvency recovery rate*, ossia dal successo dell'ipotetica procedura di insolvenza ordinaria: maggiore è l'efficienza ipotizzata più alto è il valore di NCWO dei creditori gerarchicamente sovraordinati (*i.e. senior*). Ovviamente tale considerazione vale solo nel caso in cui esista una classe di creditori gerarchicamente sovraordinata le cui pretese, in un'ipotetica procedura di insolvenza ordinaria, non sarebbero state interamente soddisfatte; solo in questo caso, infatti, il mutare in aumento del *counterfactual insolvency recovery rate* potrebbe comportare un mutamento del NCWO. Quindi, si comprende come se il NCWO dei creditori *senior* aumenta, il valore effettivo - e non quello stimato - delle azioni assegnate in conversione potrebbe non bastare ad eguagliarlo⁴³.

ricevuto in una procedura di insolvenza. Unica eccezione a questo risultato si potrebbe verificare quando il valore atteso da un'ordinaria procedura di insolvenza sia superiore rispetto a quello determinato *ex art. 30*, ma in questo caso, all'evidenza, non sarebbe possibile procedere alla risoluzione.

⁴¹ Cfr. *supra* § 4.2.

⁴² In realtà quest'ipotesi non sembra destinata a verificarsi con particolare frequenza. Se una banca - o, nell'ambito di una procedura di gestione della crisi, l'autorità di risoluzione - prevede che il *recovery rate* sarà particolarmente elevato allora non avrebbe senso utilizzare il *bail-in* in luogo di strumenti più tradizionali quale ad esempio la *sale of assets*.

⁴³ Si ricorre, per maggiore chiarezza espositiva, al medesimo esempio già utilizzato nelle ntt. 39 e 40, ipotizzando però un *counterfactual insolvency recovery rate* stimato del 50%. In questo caso il NCWO dei creditori ordinari sarebbe di 12,5, mentre quello dei creditori subordinati sarebbe 0. Si ipotizzi inoltre che a seguito della valutazione *ex post ex art. 66* il *counterfactual insolvency recovery rate* sia accertato nella maggior misura del 60%, per un valore complessivo di 15. Per effetto di tale variazione nella stima il NCWO dei creditori ordinari aumenterebbe a 15, mentre quello dei creditori subordinati rimarrebbe 0. Seguendo il medesimo ragionamento già esposto in precedenza è allora evidente che, se al momento dell'assegnazione delle azioni offerte in conversione l'autorità di risoluzione aveva loro attribuito un valore unitario di 1, poi successivamente accertato nella minor misura di 0,66, ciò non può che determinare una violazione del NCWO dei creditori ordinari. In questo caso, quindi, la stima prognostica circa un *counterfactual insolvency recovery rate* del 60% dovrebbe anch'essa indurre all'adozione di tassi differenziati.