

La Commissione europea allenta le regole sugli aiuti di Stato per le ricapitalizzazioni legate al COVID-19

12 maggio 2020

Lo scorso 8 maggio la Commissione ha pubblicato una nuova importante comunicazione volta ad allentare le regole sugli aiuti di Stato sotto forma di iniezioni di capitale, legate al COVID-19, in società non finanziarie¹. Se le precedenti iniziative volte ad allentare le norme in materia di aiuti di Stato (in particolare il cosiddetto "Quadro temporaneo" o "QT", adottato il 19 marzo 2020)² erano incentrate sull'esigenza di mantenere l'accesso delle imprese alla liquidità, questa nuova comunicazione riconosce che gli effetti economici del COVID-19 metteranno a rischio anche la loro solvibilità e richiederanno quindi misure più strutturali (e potenzialmente distorsive della concorrenza) come apporti di capitale azionario, strumenti ibridi o prestiti subordinati (vale a dire, strumenti di debito subordinati ai creditori ordinari *senior* in caso di procedure di insolvenza).

Per qualsiasi questione relativa ai temi discussi in questa nota, potete contattare qualsiasi avvocato del nostro studio con cui siete abitualmente in contatto, gli autori di seguito oppure la task force COVID-19 direttamente a [questo link](#). Per maggiori informazioni, siete invitati a consultare il [COVID-19 Resource Center](#).

ROMA

Cesare Rizza
+39 06 6952 2237
crizza@cgsh.com

Giuseppe Scassellati Sforzolini
+39 06 6952 2220
gscassellati@cgsh.com

Mario Siragusa
+39 06 6952 2210
msiragusa@cgsh.com

BRUXELLES

François-Charles Laprévôte
+32 22872184
fclaprevote@cgsh.com

PARIS

Victoria Blanc
+33 1 40 74 69 87
vblanc@cgsh.com

- ¹ V. Comunicazione della Commissione "Modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19", C(2020) 3156 fin., disponibile qui: https://ec.europa.eu/competition/state_aid/what_is_new/sa_covid19_2nd_amendment_temporary_framework_it.pdf.
- ² V. *State Aid Temporary Framework to Support the Economy in the Context of the COVID-19 outbreak*, disponibile qui: <https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/state-aid-temporary-framework-to-support-the-economy-in-the-context-of-the-covid-19-outbreak>. Già dalla sua versione iniziale, il QT consente agli Stati membri di dare esecuzione a misure di aiuto in quattro diverse forme: (i) sovvenzioni dirette, anticipi rimborsabili e agevolazioni fiscali, (ii) garanzie sui prestiti, (iii) prestiti agevolati e (iv) assicurazione del credito all'esportazione a breve termine. Il QT è stato modificato la prima volta il 3 aprile 2020 per chiarire certe disposizioni del QT e consentire ulteriori tipi di misure di aiuto dirette ad attività volte a combattere l'epidemia di COVID-19 nonché misure selettive sotto forma di tasse e differimenti di previdenza sociale o sussidi salariali per i settori o le regioni maggiormente colpiti dalla crisi: v. *Amendment to the State Aid Temporary Framework to Support the Economy in the Context of the COVID-19 Outbreak*, disponibile qui: <https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/publication-listing/amendment-to-the-state-aid-temporary-framework>. La versione in lingua italiana del QT e della sua prima modifica è stata pubblicata, rispettivamente, nella GU 2020, C 911/1 e nella GU 2020, C 1121/1.

clearygottlieb.com



© Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, 2020. All rights reserved.

This memorandum was prepared as a service to clients and other friends of Cleary Gottlieb to report on recent developments that may be of interest to them. The information in it is therefore general, and should not be considered or relied on as legal advice. Throughout this memorandum, "Cleary Gottlieb" and the "firm" refer to Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP and its affiliated entities in certain jurisdictions, and the term "offices" includes offices of those affiliated entities.

La nuova comunicazione della Commissione modifica il QT (la “Seconda modifica”). Come il QT, la Seconda modifica, si basa sull’articolo 107(3)(b) TFUE, che consente alla Commissione di autorizzare gli aiuti concessi per “*porre rimedio a un grave turbamento dell’economia di uno Stato membro*”.

Oltre alle disposizioni sui prestiti subordinati e sulle ricapitalizzazioni, la Seconda modifica chiarisce anche certe regole applicabili alle misure di aiuto contemplate nel QT iniziale. La Seconda modifica si applica solo agli aiuti all’“*economia reale*” (cioè alle imprese non finanziarie)³ e alle società che al 31 dicembre 2019 non erano in difficoltà finanziarie.⁴

1. Principi chiave

La Seconda modifica stabilisce una serie di principi chiave in materia di ricapitalizzazioni da parte degli Stati membri:

- alla luce del loro effetto distorsivo sulla concorrenza, tali operazioni dovrebbero essere presi in considerazione “*solo se non è possibile trovare un'altra soluzione adeguata*” e sono soggette a “*condizioni rigorose*”. La Commissione chiarisce, tuttavia, che tali condizioni possono essere meno rigorose qualora il sostegno sia concesso a livello UE anziché nazionale, e chiede che siano introdotti strumenti per la concessione di tale sostegno a livello UE⁵;
- le ricapitalizzazioni non possono superare il minimo necessario per garantire la redditività del beneficiario e non devono andare al di là del ripristino della struttura patrimoniale del

beneficiario anteriore all’emergenza del COVID-19;

- gli Stati sono incoraggiati a preferire i prestiti subordinati, come forma di sostegno meno distorsiva del capitale o del capitale ibrido, dato che non possono essere convertiti automaticamente in capitale quando l’impresa è *in bonis* (vedi *infra*);
- le grandi imprese saranno tenute a informare la Commissione dell’uso degli aiuti ricevuti e del rispetto degli obiettivi dell’UE legati alla trasformazione verde e digitale;
- gli Stati membri possono elaborare misure nazionali in linea con altri obiettivi di *policy*, come ad esempio consentire una maggiore trasformazione verde e digitale delle loro economie; e
- la Commissione ricorda che gli apporti ed acquisti di capitale possono non comportare elementi di aiuto qualora lo Stato agisca come operatore economico di mercato, acquistando partecipazioni o sottoscrivendo nuove azioni a condizioni di mercato.

2. Prestiti subordinati

- Il debito subordinato è uno strumento meno distorsivo del capitale proprio o del capitale ibrido, dato che non può essere convertito automaticamente in capitale quando la società è *in bonis*. Sebbene lo Stato assuma meno rischi, tale debito subordinato aumenta la capacità del beneficiario di assumere debiti senior in modo

³ Nell’ambito dei chiarimenti apportati al QT, la Seconda modifica prevede che gli aiuti agli istituti di credito e finanziari non siano valutati ai sensi del QT, “*fatta eccezione per: i) i vantaggi indiretti accordati agli enti creditizi o finanziari che convogliano gli aiuti sotto forma di prestiti o garanzie in applicazione delle sezioni da 3.1 a 3.3, conformemente alle garanzie di cui alla sezione 3.4, e ii) gli aiuti di cui alla sezione 3.10 a condizione che il regime non sia destinato esclusivamente ai dipendenti del settore finanziario*”.

⁴ Le imprese in difficoltà finanziarie al 31 dicembre 2019 possono ricevere aiuti alle condizioni più rigorose previste dagli Orientamenti della Commissione sugli

aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie in difficoltà, GU 2014 ,C 249/1 (gli “Orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione”).

⁵ Secondo il comunicato stampa con cui la Seconda modifica è stata annunciata, la Commissaria agli affari di concorrenza, Margrethe Vestager, ha Commentato al riguardo: “... *we have to uphold European values and the need for a level playing field to be able to bounce back strongly from this crisis. That's also why much more is needed than State aid control. We need a European recovery plan that is green and digital and to the benefit of all European consumers*”.

simile a un intervento nel capitale. La Seconda modifica consente la concessione di prestiti subordinati a condizione che lo Stato riceva una remunerazione più elevata e soggetta ad ulteriori limitazioni di importo, rispetto a quelle applicabili agli aiuti sotto forma di prestiti agevolati *senior*⁶.

- Se un prestito subordinato è inferiore ai 2/3 (100% per le PMI) della massa salariale della società per il 2019 o all'8,4% del suo fatturato del 2019 (12,5% per le PMI), esso deve essere soggetto solo alle (limitate) condizioni di cui alla sezione 3.3. del QT concernente i prestiti agevolati *senior*. Qualora, invece, il prestito subordinato superi questi due massimali, esso dev'essere considerato come una ricapitalizzazione e soggetto a condizioni più rigorose (vedi *infra*).
- Il tasso di base del prestito dev'essere soggetto a un premio di 200 punti base (150 punti base per le PMI) oltre alla remunerazione minima prevista nel QT per i prestiti *senior*.
- Il prestito subordinato è cumulabile con altri prestiti agevolati o garanzie concessi ai sensi delle sezioni 3.2. e 3.3. del QT, purché il loro importo complessivo rimanga al di sotto dei massimali previsti dal QT⁷.

3. Misure di ricapitalizzazione e criteri di ammissibilità

La Seconda Modifica consente agli Stati membri di attuare misure di ricapitalizzazione fino al 30 giugno 2021 (anziché fino al 31 dicembre 2020⁸) sotto forma di i) **strumenti di capitale**, in particolare l'emissione di nuove azioni ordinarie o privilegiate, e/o ii) **strumenti ibridi di capitale**, in particolare diritti di partecipazione agli utili, partecipazioni senza diritti di voto oppure obbligazioni convertibili. Gli Stati

membri possono anche sottoscrivere tali strumenti nel contesto di un'offerta di mercato.

Tutte queste misure sono soggette all'autorizzazione preventiva della Commissione, che si tratti di regimi di ricapitalizzazione aperti a più imprese o di operazioni di ricapitalizzazione *ad hoc* (di una sola impresa). Inoltre, gli aiuti individuali concessi nell'ambito di un regime richiedono una notifica separata se superiori all'importo di €250 milioni.

Per poter beneficiare della ricapitalizzazione, il beneficiario deve presentare una richiesta scritta di intervento dello Stato e soddisfare le seguenti condizioni⁹:

- senza l'intervento dello Stato, "il beneficiario fallirebbe o avrebbe gravi difficoltà a mantenere le sue attività";
- l'intervento pubblico è nell'interesse comune, potendo esso essere motivato, ad esempio, dall'intento di evitare difficoltà sociali e un fallimento di mercato "a causa di considerevoli perdite di posti di lavoro, dall'uscita dal mercato di un'impresa innovativa o di importanza sistemica, dal rischio di perturbazione di un servizio importante o da situazioni analoghe debitamente giustificate dallo Stato membro interessato";¹⁰
- non sono disponibili altre soluzioni di finanziamento sui mercati a condizioni ragionevoli e le misure orizzontali esistenti nello Stato membro per coprire il fabbisogno di liquidità non sono sufficienti a garantire la sua redditività; e
- il beneficiario non si trovava in difficoltà finanziarie prima dell'emergenza COVID-19 (vale a dire, prima del 31 dicembre 2019).¹¹

⁶ V. Seconda modifica, §§ 29 e 32.

⁷ Vale a dire, il doppio della massa salariale dell'impresa beneficiaria nel 2019 ovvero il 25% del suo fatturato nello stesso esercizio.

⁸ Termine ultimo entro il quale possono essere concesse le altre forme di aiuto previste dal QT.

⁹ V. Seconda modifica, § 49.

¹⁰ V. Seconda modifica, § 49(b).

¹¹ Dalle misure di ricapitalizzazione non possono derivare sovvenzioni incrociate a favore di altre attività di imprese integrate che si trovavano in difficoltà finanziarie prima dell'emergenza del COVID-19. I beneficiari saranno quindi tenuti a stabilire una chiara separazione contabile per dimostrare che l'aiuto non va a vantaggio di tali attività.

4. Misure di ricapitalizzazione: remunerazione e uscita dello Stato

In linea di principio, la Seconda modifica richiede che lo Stato riceva una remunerazione "*congrua*" per i rischi assunti e preveda meccanismi di *step up* o altri meccanismi volti a incentivare il beneficiario a riscattare l'aiuto il più presto possibile non appena l'economia si ristabilizzi.

4.1 Remunerazione degli strumenti di capitale

Se l'impresa beneficiaria è una società quotata, l'apporto di capitale dev'essere effettuato sulla base del prezzo medio delle azioni nei 15 giorni precedenti la richiesta di investimento. Ove la beneficiaria non sia quotata, il suo valore di mercato deve essere stimato da un esperto indipendente o con qualsiasi altro mezzo appropriato.

Lo Stato deve prevedere un meccanismo di incremento progressivo (*step up*) che aumenti la sua remunerazione per incentivare il beneficiario a riacquistare il capitale investito dallo Stato¹². Ad esempio, possono essere concesse azioni supplementari allo Stato, per un valore pari ad un aumento di almeno il 10% della partecipazione rimanente dello Stato in ciascuna delle fasi successive:

- quattro anni dopo l'apporto di capitale pubblico (cinque anni se la società beneficiaria non è una quotata), se lo Stato non ha venduto almeno il 40% della sua partecipazione azionaria legata al COVID-19; e
- sei anni dopo l'apporto di capitale pubblico (sette anni in caso di società non quotata), se lo Stato non ha venduto l'intera quota di partecipazione legata al COVID-19¹³.

L'impresa beneficiaria dovrebbe poter riacquistare in qualsiasi momento le azioni di proprietà dello Stato. Il prezzo di riacquisto dovrebbe essere il più elevato tra i) il prezzo di mercato al momento del riacquisto, oppure ii) l'investimento nominale dello Stato

aumentato di una remunerazione annua compresa tra 425 e 1.150 punti base a seconda delle dimensioni della società e della data di riacquisto. In alternativa, qualsiasi acquirente diverso dall'impresa beneficiaria può acquistare in qualsiasi momento la partecipazione dello Stato al prezzo di mercato, a condizione che, in linea di principio, la vendita sia completata in borsa o dopo una consultazione aperta e non discriminatoria dei potenziali acquirenti.

4.2 Remunerazione degli strumenti ibridi di capitale

La remunerazione complessiva degli strumenti ibridi di capitale deve tener conto, in particolare, del livello di subordinazione, del rischio dello strumento e di tutte le condizioni di pagamento, degli incentivi all'uscita, come le clausole di *step up* e di rimborso, nonché di un adeguato tasso di interesse di riferimento. La remunerazione minima degli strumenti ibridi di capitale deve essere almeno pari al tasso IBOR a 1 anno più un premio compreso tra 225 e 950 punti base a seconda delle dimensioni della società e della data di riacquisto. Inoltre, la conversione di strumenti ibridi di capitale in azioni deve essere effettuata a un tasso inferiore di almeno il 5% rispetto al TERP (prezzo teorico ex diritto¹⁴) applicabile al momento della conversione.

Come previsto per gli strumenti di capitale, anche per gli strumenti ibridi di capitale dev'essere previsto un meccanismo di *step up* dopo la conversione in azioni al fine di aumentare la remunerazione dello Stato. Se dopo due anni dalla conversione in capitale lo Stato non avrà ancora venduto la sua partecipazione, esso dovrà ricevere una quota aggiuntiva di almeno il 10% della propria partecipazione rimanente¹⁵.

5. Ricapitalizzazione: *governance* e condizioni supplementari

La Seconda modifica prevede, inoltre, una serie di misure di salvaguardia in materia di *governance* delle imprese ricapitalizzate e per evitare indebite distorsioni della concorrenza. In particolare:

¹² *Id.*, § 61.

¹³ La Commissione può accettare meccanismi alternativi che prevedano analoghi incentivi all'uscita dello Stato.

¹⁴ *Theoretical Ex-Rights Price*.

¹⁵ La Commissione può accettare meccanismi alternativi che prevedano analoghi incentivi all'uscita.

- l'impresa beneficiaria non può intraprendere un'espansione commerciale aggressiva finanziata da aiuti né assumere rischi eccessivi;
- qualora l'impresa beneficiaria di una misura di ricapitalizzazione d'importo superiore a €250 milioni detenga un significativo potere di mercato su almeno uno dei mercati rilevanti in cui opera, lo Stato deve proporre misure volte a preservare la concorrenza effettiva su tali mercati, quali impegni strutturali o comportamentali simili a quelli previsti nei procedimenti di controllo delle concentrazioni;
- prima del riscatto di almeno il 75% dell'apporto di capitale, alle imprese beneficiarie che non siano PMI è vietato acquisire una partecipazione superiore al 10% nel capitale di concorrenti. La Commissione ritiene che gli acquisti al di sotto di tale soglia non sollevano criticità in quanto a partecipazioni di minore entità non sono associati particolari diritti degli azionisti. Questo divieto si applica in linea di principio anche alle acquisizioni di partecipazioni in altri operatori attivi a valle o a monte dell'attività dell'impresa beneficiaria, ma la Commissione può autorizzare operazioni necessarie per assicurarne la redditività (ad esempio, qualora l'accesso a un input fornito da un'altra società sia essenziale per l'attività dell'impresa beneficiaria);

fino a quando la partecipazione dello Stato non sarà stata interamente rimborsata, ai beneficiari è vietato distribuire dividendi o pagare cedole non obbligatorie, se non nei confronti dello Stato;

- fino al rimborso di almeno il 75% della ricapitalizzazione, la remunerazione di ciascuno dei membri della dirigenza dell'impresa non deve superare la parte fissa della loro retribuzione al 31 dicembre 2019 e non può includere bonus o remunerazioni variabili. Per i nuovi membri del *management*, il limite massimo è fissato in misura

pari al più basso compenso fisso percepito da uno dei membri al 31 dicembre 2019.

6. Ricapitalizzazione: strategia di uscita dello Stato e obblighi di reporting

Entro 12 mesi dall'intervento dello Stato, le imprese (diverse dalle PMI) che non sono beneficiarie di una ricapitalizzazione che rappresenti più del 25% del capitale devono presentare (e lo Stato deve approvare) una strategia di uscita credibile per la partecipazione statale, a meno che tale partecipazione non sia già stata ridotta al di sotto del 25% entro tale data. Tale piano di uscita deve includere la strategia dell'impresa beneficiaria con riferimento alla continuazione della sua attività e all'utilizzo dei fondi statali, nonché un calendario dei pagamenti della remunerazione e del riscatto dell'investimento pubblico. L'impresa beneficiaria deve relazionare allo Stato sullo stato di avanzamento di questo piano di uscita ogni 12 mesi, e anche lo Stato deve riferire alla Commissione su base annuale.

Inoltre, fino al completo riscatto della ricapitalizzazione, le imprese beneficiarie diverse dalle PMI devono pubblicare annualmente informazioni sull'utilizzo dell'aiuto, in particolare su come tale utilizzo tiene conto degli obiettivi dell'Unione e degli obblighi nazionali relativi alla trasformazione verde e digitale, compreso l'obiettivo dell'UE di neutralità climatica entro il 2050.

Qualora la partecipazione dello Stato non sia stata ridotta al di sotto del 15% del capitale dell'impresa beneficiaria entro sei anni dalla ricapitalizzazione legata al COVID-19 (sette anni se la beneficiaria non è quotata in borsa o è una PMI), sarà necessario notificare alla Commissione – per la sua approvazione – un piano di ristrutturazione¹⁶.

Conclusioni

La Seconda modifica amplia considerevolmente gli strumenti a disposizione degli Stati membri nell'attuale crisi economica, consentendo misure strutturali come le ricapitalizzazioni. La Commissione riconosce i

¹⁶ In conformità con gli Orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione (vedi *supra*, nota 4)

possibili effetti distorsivi di tali interventi sulla concorrenza e la sua comunicazione contiene pertanto una nuova presa di posizione a favore di soluzioni alternative meno distorsive, come i prestiti subordinati o interventi coordinati a livello UE.

Nel complesso, le condizioni stabilite nel documento sono state notevolmente ammorbidite rispetto alla prima bozza informale inviata per consultazione agli Stati membri. Esse appaiono, inoltre, generalmente meno rigorose delle condizioni che si applicano di norma agli aiuti sotto forma di ricapitalizzazioni di imprese in difficoltà in tempi non di crisi, come stabilito negli orientamenti della Commissione per il salvataggio e la ristrutturazione del 2014. In particolare, non è previsto che la Commissione esiga un piano di ristrutturazione prima di concedere l'autorizzazione, il che costituisce una differenza sostanziale rispetto alla sua prassi pre-COVID, e anche rispetto alla sua prassi durante la crisi finanziaria del 2008.

Rimane da vedere se la Commissione richiederà condizionalità più severa attraverso i piani di "uscita" o di "rimborso" da presentare, o attraverso gli impegni da fornire quando il beneficiario ha un significativo potere di mercato, o attraverso i riferimenti -- in questa fase alquanto generici -- a nuovi obiettivi di trasformazione verde e digitale. La futura prassi decisionale della Commissione sui singoli schemi e sulle operazioni di ricapitalizzazione d'ora in avanti farà luce su questi interrogativi.

...

CLEARY GOTTLIB