



Aiuti di Stato ai tempi del Coronavirus – Parte 2. Il Temporary Framework della Commissione europea e le ricapitalizzazioni in Equity

Roberto Alimonti, Principal

11 giugno 2020

Misure di ricapitalizzazione per imprese non finanziarie

Cosa prevede il Quadro Temporaneo della Commissione¹



- **strumenti di capitale, strumenti ibridi di capitale e debito subordinato**
 - misure concesse fino al **30 giugno 2021**
- **notifica** alla Commissione prevista per gli aiuti individuali superiori a **€ 250 milioni**
 - **misure di ultima istanza**



a sostegno di **imprese non finanziarie**



incapacità del beneficiario di reperire **finanziamenti sui mercati** a condizioni accessibili



beneficiario **non in difficoltà** al 31 dicembre 2019

senza l'intervento pubblico il beneficiario **fallirebbe o avrebbe difficoltà a mantenere l'attività** (deterioramento del rapporto debito/patrimonio netto o indicatori simili)

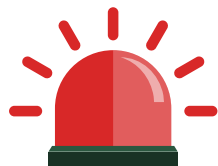


è nell'interesse comune intervenire (per es. evitare difficoltà di ordine sociale e un fallimento di mercato)

¹ Commissione europea (2020), Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza della COVID-19, 8 maggio.

Misure di ricapitalizzazione per imprese non finanziarie

I vincoli imposti dalla Commissione per prevenire indebite distorsioni della concorrenza (I)



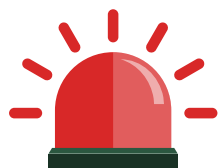
Proporzionalità. Aiuto **limitato ad assicurare la redditività** del beneficiario e a ripristinare la sua **struttura patrimoniale ai livelli pre-COVID-19** (31 dicembre 2019)

Remunerazione e incentivi per l'uscita dello Stato dal capitale. Aumento graduale della remunerazione **verso i prezzi di mercato** per **incentivare il beneficiario a rimborsare** il capitale il prima possibile

- **remunerazione minima per i vari strumenti di aiuto.** La remunerazione richiesta varia a seconda delle dimensioni dell'impresa e dell'orizzonte temporale dell'aiuto, ma non dipende direttamente dal rischio finanziario e commerciale del beneficiario
- **per strumenti di capitale** la Commissione definisce un prezzo specifico di *buy-in* e *buy-out* per lo Stato basato sul prezzo di mercato delle azioni (per le società non quotate è richiesta una valutazione di mercato)
- **step-up mechanism.** La remunerazione per gli strumenti di capitale e per quelli ibridi (una volta convertiti in capitale proprio) dovrebbe prevedere incentivi per il beneficiario a rimborsare l'aiuto il prima possibile (questo potrebbe implicare una **diluizione** delle quote degli altri azionisti)

Misure di ricapitalizzazione per imprese non finanziarie

I vincoli imposti dalla Commissione per prevenire indebite distorsioni della concorrenza (II)



Governance e prevenzione di indebite distorsioni della concorrenza. Quanto maggiore è la partecipazione dello Stato e quanto più ridotta è la remunerazione, tanto più maggiore è la **necessità di misure di salvaguardia**

- **divieto di M&A per grandi imprese** (partecipazioni > 10%) di imprese concorrenti fintanto che non viene riscattato almeno il 75% del capitale pubblico
 - **eccezioni** se necessario per mantenere la redditività del beneficiario
- **imprese con notevole potere di mercato.** Necessità di offrire impegni (strutturali o comportamentali) per aiuti > € 250 milioni (per es. Lufthansa)
- **separazione contabile** per evitare sussidi incrociati a favore di imprese integrate e già in difficoltà al 31 dicembre 2019
- **restrizioni al pagamento di dividendi, bonus e riacquisto azioni** (se non in relazione allo Stato)

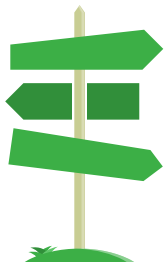
Exit strategy dello Stato. Grandi imprese (se l'aiuto > 25% del capitale proprio) devono dimostrare di avere **una strategia di uscita credibile** per la partecipazione dello Stato

- se dopo 6 anni dalla ricapitalizzazione il ruolo dello Stato non è < 15% ⇒ obbligo di presentare alla Commissione un piano di ristrutturazione in conformità con le linee guida per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie¹

¹ Commissione europea (2014), Orientamenti sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie in difficoltà (2014/C 249/01), 31 luglio.

Misure di ricapitalizzazione per imprese non finanziarie

Spunti di riflessione per l'analisi economica e finanziaria (I)¹



Esistono altre opzioni?

- posto che le misure di ricapitalizzazione sono soggette a rigorose condizioni, sarebbe importante verificare preventivamente se l'aiuto può essere strutturato in linea con il **principio dell'investitore in un'economia di mercato** o con il **criterio del creditore privato**
- alla luce dei **vincoli imposti per M&A**, sarà importante che i beneficiari dell'aiuto elaborino una strategia chiara prima di impegnarsi in misure di ricapitalizzazione
 - la **crescita inorganica** potrebbe rappresentare un'opzione ragionevole da prendere in considerazione date le attuali condizioni di mercato
 - analogamente, potrebbe essere necessario valutare attentamente anche la **possibilità di essere acquisiti da un'altra società**
- iniezione di capitale da parte dello Stato potrebbe essere giustificata qualora un maggiore indebitamento portasse a un'**erosione degli indicatori finanziari** della società e/o alla **violazione degli accordi finanziari** del debito esistente
- il beneficiario dell'aiuto potrebbe essere tenuto a dimostrare che sono state esaminate opzioni per ottenere **nuovo capitale** dagli azionisti esistenti e/o per **svalutare i debiti** dei creditori esistenti

¹ Per ulteriori informazioni si veda: <https://www.oxera.com/agenda/practical-guidance-new-state-aid-rules-public-recapitalisations/>

Misure di ricapitalizzazione per imprese non finanziarie

Spunti di riflessione per l'analisi economica e finanziaria (II)

Cosa avverrebbe in uno scenario controfattuale senza ricapitalizzazione?



- fornire **evidenza finanziaria solida** circa la misura in cui il beneficiario sta già soffrendo, o rischia di soffrire, di problemi di solvibilità a causa della pandemia; tale analisi potrebbe essere basata sulle **previsioni del rapporto debito/capitale proprio** e dover dimostrare il **nesso di causalità** tra pandemia e difficoltà finanziaria

L'aiuto porterà alla redditività finanziaria?



- **sviluppo di un business plan** le cui assunzioni (per es. fattori di redditività) poggiano su evidenza robusta (ad es. previsioni specifiche per il settore di riferimento preparate dopo l'inizio della pandemia e durata degli effetti della crisi COVID-19)

Piano di ristrutturazione: la soluzione di ultima istanza?



- se lo Stato non riduce la sua quota di capitale < 15% entro 6 anni, presentare un **piano di ristrutturazione**, anch'esso robusto, dalle assunzioni appropriate e coerente con la trasformazione verde e digitale

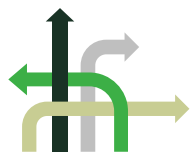
Come pianificare l'uscita dello Stato dal capitale?



- lo sviluppo di un piano di uscita può essere molto complesso se il beneficiario riceve **capitale ibrido** in quanto la natura di tali strumenti varia in modo significativo; necessità di utilizzare strumenti di modellizzazione finanziaria per determinare il valore intrinseco agli strumenti ibridi di capitale e determinarne il valore di mercato

Misure di ricapitalizzazione per imprese non finanziarie

Spunti di riflessione per l'analisi economica e finanziaria (III)



Evitare sussidi incrociati infra-gruppo

- necessità di assicurare transazioni tra imprese appartenenti allo stesso gruppo avvengano a condizioni di mercato (o **arm's-length principle**) per evitare aiuti indiretti a imprese in difficoltà finanziaria al 31 dicembre 2019 – ossia valutando i costi sostenuti ed eventualmente transazioni simili tra imprese indipendenti



Il beneficiario dell'aiuto detiene un notevole potere di mercato?

- definire il **mercato rilevante** da un punto di vista merceologico e geografico, sulla base dell'analisi del grado di sostituibilità dal lato della domanda e dell'offerta

Quali impegni offrire?



- nel caso di ricapitalizzazioni > €250 milioni a imprese con notevole potere di mercato, sarà necessario **studiare e testare opportuni impegni** per preservare la concorrenza (cfr. caso Finnair² vs Lufthansa)
 - **trade-off** tra impegni strutturali (per es. cessioni di rami di azienda) e comportamentali (quali oltre quanto già stabilito dalla Commissione su *governance* e M&A? *Pricing*?)
 - necessario valutare il rischio che investitori stranieri possano essere interessati agli *asset* da cedere? Opportuno quindi privilegiare rimedi comportamentali?

² Commissione europea: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1032

Contatto:

Roberto Alimonti

Tel: +39 06 90258084

Email: roberto.alimonti@oxera.com

www.oxera.com

Follow us on Twitter [@OxeraConsulting](#)

Oxera Consulting LLP is a limited liability partnership registered in England no. OC392464, registered office: Park Central, 40/41 Park End Street, Oxford OX1 1JD, UK; in Belgium, no. 0651 990 151, branch office: Avenue Louise 81, 1050 Brussels, Belgium; and in Italy, REA no. RM - 1530473, branch office: Via delle Quattro Fontane 15, 00184 Rome, Italy. Oxera Consulting (France) LLP, a French branch, registered office: 60 Avenue Charles de Gaulle, CS 60016, 92573 Neuilly-sur-Seine, France and registered in Nanterre, RCS no. 844 900 407 00025. Oxera Consulting (Netherlands) LLP, a Dutch branch, registered office: Strawinskylaan 3051, 1077 ZX Amsterdam, The Netherlands and registered in Amsterdam, KvK no. 72446218. Oxera Consulting GmbH is registered in Germany, no. HRB 148781 B (Local Court of Charlottenburg), registered office: Rahel-Hirsch-Straße 10, Berlin 10557, Germany.

Although every effort has been made to ensure the accuracy of the material and the integrity of the analysis presented herein, Oxera accepts no liability for any actions taken on the basis of its contents.

No Oxera entity is either authorised or regulated by the Financial Conduct Authority or the Prudential Regulation Authority within the UK or any other financial authority applicable in other countries. Anyone considering a specific investment should consult their own broker or other investment adviser. Oxera accepts no liability for any specific investment decision, which must be at the investor's own risk.

© Oxera 2020. All rights reserved. Except for the quotation of short passages for the purposes of criticism or review, no part may be used or reproduced without permission.

oxera
compelling economics