



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 20.03.2013

C(2013) 1501 def.

<p>Nella versione pubblicata della presente decisione, sono state omesse alcune informazioni, ai sensi degli articoli 24 e 25 del regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio del 22 marzo 1999 recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE, relativi al divieto di divulgazione di informazioni protette dal segreto professionale. Le omissioni sono pertanto indicate nel seguente modo: [...].</p>	<p style="text-align: center;"><b>VERSIONE PUBBLICA</b></p> <p>Il presente documento è un documento interno della Commissione ed ha carattere esclusivamente informativo.</p>
---	---

**DECISIONE DELLA COMMISSIONE**

**del 20.03.2013**

**sulle misure SA.23425 (2011/C) (ex NN 41/2010)**

**attuate dall'Italia nel 2004 e nel 2009**

**in favore di SACE BT S.p.A.**

(Il testo in lingua italiana è il solo facente fede)

(Testo rilevante ai fini del SEE)

**DECISIONE DELLA COMMISSIONE**  
**del 20.03.2013**  
**sulle misure SA.23425 - 2011/C (ex NN 41/2010)**  
**attuata dall'Italia nel 2004 e nel 2009**  
**in favore di SACE BT S.p.A.**

(Il testo in lingua italiana è il solo facente fede)

(Testo rilevante ai fini del SEE)

**LA COMMISSIONE EUROPEA,**

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 108, paragrafo 2, primo comma,

visto l'accordo sullo Spazio economico europeo, in particolare l'articolo 62, paragrafo 1, lettera a),

dopo aver invitato gli interessati a presentare osservazioni a norma dei suddetti articoli<sup>1</sup>,

considerando quanto segue:

**I. Procedimento**

- (1) Con denuncia presentata il 5 giugno 2007 e registrata il 7 giugno 2007, la Commissione è stata informata che nel maggio 2004 SACE S.p.A. ("SACE") aveva assegnato una dotazione iniziale di capitale di 100 milioni di EUR alla sua nuova controllata, SACE BT S.p.A. ("SACE BT") ("la prima misura").
- (2) Con lettera del 6 novembre 2009, il denunciante ha presentato ulteriori argomenti a sostegno della sua denuncia e ha informato la Commissione riguardo ad una misura supplementare, sotto forma di copertura riassicurativa, che SACE ha concesso alla SACE BT nel 2009 ("la seconda misura").
- (3) Nel corso dell'indagine preliminare, la Commissione ha rilevato che SACE BT aveva beneficiato di due conferimenti di capitale concessi da SACE il 18 giugno e il 4 agosto 2009 (rispettivamente "la terza misura" e "la quarta misura").
- (4) Con lettera del 23 febbraio 2011, la Commissione ha informato l'Italia della propria decisione di avviare il procedimento di indagine formale di cui all'articolo 108, paragrafo 2, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea ("la decisione di avvio del procedimento") in relazione alle quattro misure in questione.

---

<sup>1</sup> GU C 177 del 17.6.2011, pag. 6.

- (5) La decisione della Commissione di avviare il procedimento è stata pubblicata nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*<sup>2</sup>. La Commissione ha invitato gli interessati a presentare le loro osservazioni in merito alle misure.
- (6) La Commissione ha ricevuto osservazioni solamente da parte di SACE, trasmesse il 5 maggio 2011. SACE ha allegato vari documenti giustificativi, fra cui una nuova presentazione del piano industriale relativo al periodo 2005-2008 per l'operatività di assicurazione sul breve termine, elaborato da SACE con l'assistenza del consulente esterno KPMG e approvato dal consiglio di amministrazione il 18 maggio 2004 ("il piano industriale iniziale"), la lettera di un consulente esterno del 7 luglio 2004 in cui vengono specificati i servizi aggiuntivi forniti ("la lettera del consulente"), le analisi supplementari per il piano industriale relative al mercato italiano delle informazioni commerciali, al mercato italiano del recupero crediti e ai suoi principali operatori e al mercato assicurativo del credito nell'Europa centrale e dell'Est del marzo 2004 ("supplementi al piano industriale"), l'aggiornamento del piano industriale 2005-2008 approvato il 19 novembre 2004 (il "piano industriale aggiornato"), estratti del verbale delle riunioni del Consiglio di amministrazione del 28 aprile 2004 e del 18 maggio 2004, un piano industriale relativo alla possibile acquisizione di Assicuratrice Edile S.p.A. del maggio 2005 ("piano aziendale di acquisizione di Assedile"), il *Revised budget* di SACE BT del 31 marzo 2009, il piano industriale di SACE BT per il periodo 2010-2011, del 4 agosto 2009 ("il piano industriale 2010-2011").
- (7) Il 5 maggio 2011 l'Italia ha trasmesso la sua risposta alla decisione di apertura del procedimento.
- (8) Il 23 giugno 2011 la Commissione ha richiesto ulteriori informazioni. Il 13 luglio 2011 si è svolto un incontro con le autorità italiane e i rappresentanti della società. A seguito di tale riunione, la richiesta di informazioni inviata in data 23 giugno 2011 è stata integrata da ulteriori domande emerse nel corso dei colloqui. La richiesta di informazioni supplementari è stata inviata il 4 agosto 2011. Con lettera del 15 settembre 2011, l'Italia ha trasmesso la risposta alla richiesta di informazioni, allegando vari documenti giustificativi, fra cui una lettera di invito a presentare offerte per i servizi di consulenza per l'elaborazione di un piano industriale per l'esercizio delle attività di assicurazione del credito all'esportazione a breve termine nei mercati industrializzati, datata 17 dicembre 2003 ("la lettera di invito"), altri documenti preparati da un consulente esterno relativi alla possibile acquisizione di Assicuratrice Edile S.p.A. e le note presentate al consiglio di amministrazione di SACE BT nel periodo maggio 2005 - settembre 2008 relative a varie opportunità di acquisizioni internazionali e altre forme di espansione internazionale.
- (9) Con lettera del 25 gennaio 2012<sup>3</sup>, la Commissione ha richiesto ulteriori informazioni. Il 5 marzo 2012 l'Italia ha trasmesso la risposta, alla quale ha allegato il verbale delle riunioni del Consiglio di amministrazione di SACE e del suo predecessore, l'Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero – SACE, del 21 novembre 2003, del 3 dicembre 2003, del 10 novembre 2004, del 1° aprile 2008, del 1° ottobre 2008, del 28 novembre 2008, dell'11 febbraio 2009, del 1° aprile 2009, del 26 maggio 2009, del 1° luglio 2009 e del 9 settembre 2009, ulteriori documenti riguardanti l'acquisizione di

---

<sup>2</sup> Cfr. nota 1.

<sup>3</sup> Una copia preliminare in inglese è stata trasmessa in data 4 gennaio 2012.

Assedile e un raffronto tra le previsioni relative agli indicatori finanziari nel piano industriale iniziale e le cifre reali.

- (10) Poiché le argomentazioni presentate in precedenza dall'Italia erano tese a dimostrare l'assenza di elementi di aiuto nelle misure concesse, le informazioni fornite in merito all'eventuale compatibilità di queste ultime, nel caso in cui venissero considerate aiuti, erano limitate. Con lettera del 21 febbraio 2012<sup>4</sup>, i servizi della Commissione hanno chiesto all'Italia di presentare ulteriori elementi che potessero dimostrare l'eventuale compatibilità degli aiuti.
- (11) In risposta a questa lettera, il 30 marzo 2012 l'Italia ha presentato una raccolta di documenti interni di SACE volti a dimostrare la conformità delle misure concesse nel 2009 (la seconda, la terza e la quarta misura) al criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato. La raccolta contiene principalmente:
- a) il verbale della riunione del consiglio di amministrazione del 10 dicembre 2008 e i relativi allegati concernenti cambiamenti della struttura organizzativa volti a potenziare il controllo del rischio;
  - b) una sintesi dei cambiamenti a livello dirigenziale relativi al periodo 2009-2012;
  - c) il verbale della riunione del Consiglio di amministrazione del 24 novembre 2011 e i relativi allegati relativi all'aggiornamento del piano industriale 2011-2013;
  - d) la relazione finanziaria di fine anno dell'esercizio 2011.

## II. Descrizione delle misure

### II. 1.SACE e il suo coinvolgimento nei rischi assicurabili sul mercato<sup>5</sup>

- (12) SACE, la società madre di SACE BT, è una società per azioni interamente controllata dallo Stato italiano. Si tratta dell'agenzia italiana di credito all'esportazione. All'inizio del 2004, da ente pubblico è stata convertita in una società per azioni detenuta al 100% dallo Stato italiano. SACE assicura rischi assicurabili sul mercato a breve termine e a lungo termine ai sensi della comunicazione della Commissione relativa all'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine<sup>6</sup> ("comunicazione sul credito all'esportazione") con la garanzia dello Stato.
- (13) Ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 3, del decreto legislativo 31 marzo 1998, n. 143<sup>7</sup> che ha riformulato la garanzia applicabile a SACE in virtù della legge n. 227 del 24 maggio 1977, le operazioni e le categorie di rischi assicurabili, fra cui, tra gli altri aspetti, la copertura geografica, devono essere definite dal Comitato interministeriale per la programmazione economica ("CIPE"). Entro il 30 giugno di ciascun anno, il CIPE

---

<sup>4</sup> Una copia preliminare in inglese è stata trasmessa in data 2 febbraio 2012.

<sup>5</sup> I rischi assicurabili sul mercato vengono definiti applicando due criteri: a) geografia (sede del debitore nell'UE e/o nell'area dell'OCSE) e b) durata (periodo di rischio inferiore a due anni).

<sup>6</sup> GU C 281 del 17.9.1997, pag. 4. A partire dal 1° gennaio 2013, la Commissione applica la nuova comunicazione sull'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine pubblicata il 19 dicembre 2012 (GU C 392 del 19.12.2012, pag. 1).

<sup>7</sup> Ha consentito la creazione dell'Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero – SACE.

delibera le previsioni finanziarie e i fabbisogni finanziari relativi a determinati rischi e definisce i limiti globali degli impegni assumibili in garanzia da parte dello Stato distintamente per le garanzie di durata inferiore e superiore a ventiquattro mesi.

- (14) Nel 1997 la Commissione ha adottato la comunicazione sul credito all'esportazione, che prevede che non possano essere concessi aiuti di Stato agli assicuratori del credito all'esportazione per quanto riguarda i rischi assicurabili sul mercato e che gli assicuratori del credito all'esportazione pubblici debbano, come condizione minima, tenere un'amministrazione e una contabilità separate per la copertura, per conto o con la garanzia dello Stato, dei rischi assicurabili e di quelli non assicurabili sul mercato, al fine di dimostrare di non beneficiare di aiuti di Stato nelle loro operazioni di assicurazione dei rischi assicurabili sul mercato. Per ottemperare alla comunicazione sul credito all'esportazione, nella riunione del 7 luglio 1998, il consiglio di amministrazione di SACE ha deciso di metter fine, a partire dal 18 settembre 1998, all'attività di copertura dei rischi assicurabili sul mercato (così definita all'epoca, cioè l'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine relativa ai 15 paesi dell'UE-15) relativamente ai contratti di assicurazione diretta.
- (15) Fra le modifiche introdotte dalla comunicazione sul credito all'esportazione del 2001<sup>8</sup> figura anche la sostituzione dell'elenco dei nomi di tutti gli Stati membri che apparivano in allegato alla versione della comunicazione del 1997 con un riferimento generico agli Stati membri dell'Unione europea, in modo che i futuri allargamenti dell'Unione europea non avrebbero comportato l'obbligo di modifica della comunicazione.
- (16) Pertanto, al momento dell'adesione dei dieci nuovi Stati membri, il 1° maggio 2004 ("UE-10"), i rischi a breve termine non assicurabili sul mercato relativi ai dieci nuovi paesi sono divenuti assicurabili sul mercato. Di conseguenza, le disposizioni relative ai rischi assicurabili sul mercato contenute nella comunicazione sul credito all'esportazione si applicano, a partire da tale data, anche a tali rischi.
- (17) L'articolo 6 del decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269 (convertito nella legge 24 novembre 2003, n. 326) - recante le disposizioni relative alla trasformazione, con decorrenza dal 1° gennaio 2004, dell'istituto per i servizi assicurativi del commercio estero (SACE) in società per azioni (SACE S.p.A.) – ha definito l'ambito delle operazioni della società, tenendo conto dell'evoluzione del mercato in oggetto. In particolare, l'articolo 6, paragrafo 12, stabilisce che: *“La SACE S.p.A. può svolgere l'attività assicurativa e di garanzia dei rischi di mercato come definiti dalla disciplina dell'Unione europea. L'attività di cui al presente comma è svolta con contabilità separata rispetto alle attività che beneficiano della garanzia dello Stato o costituendo allo scopo una società per azioni. In quest'ultimo caso la partecipazione detenuta dalla SACE S.p.A. non può essere inferiore al 30% [e alcuni fondi conferiti precedentemente] non possono essere utilizzati per la sottoscrizione del suo capitale. [L'attività di copertura dei rischi assicurabili sul mercato] non beneficia della garanzia dello Stato”*.
- (18) In occasione delle modifiche al quadro legislativo indicate ai punti (14)-(16), SACE ha deciso di istituire SACE BT.

---

<sup>8</sup> GU C 217 del 2.8.2001, pag. 2.

- (19) Per ottemperare alle norme dell'Unione, SACE ha deciso di adottare e utilizzare una contabilità separata per i rischi assicurabili sul mercato<sup>9</sup> per il periodo compreso tra la data in cui i rispettivi rischi sono divenuti automaticamente assicurabili sul mercato (1° maggio 2004) e la data in cui è stata costituita SACE BT (27 maggio 2004) (cfr. la tabella 1 al punto (19) della decisione di avvio del procedimento). Nel quadro della contabilità separata non sono stati attribuiti capitali in relazione a tali attività. I conti sono stati separati in base alle disposizioni giuridiche italiane. Il collegio sindacale fa riferimento a ciò nella relazione annuale 2004 della SACE, dando atto dell'avvenuta chiusura, alla fine del 2004, della gestione separata dei rischi di mercato<sup>10</sup>.

## II. 2. Il beneficiario, SACE BT

- (20) SACE BT è stata costituita il 27 maggio 2004<sup>11</sup>, con un capitale azionario di 100 milioni di EUR, versato interamente da SACE, in seguito all'approvazione del piano industriale da parte del Consiglio di amministrazione di SACE, il 18 maggio 2004. Inoltre, SACE<sup>12</sup> ha provveduto a un trasferimento di capitale per 5,8 milioni di EUR nel fondo riserve della SACE BT (il cosiddetto "fondo di organizzazione"), che è stato successivamente utilizzato per ammortizzare le perdite, per esempio nel 2004 e nel 2005<sup>13</sup>. Il 3 luglio 2004, SACE BT ha ricevuto l'autorizzazione all'esercizio da parte dell'*Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo* (ISVAP) e ha cominciato le attività il 15 ottobre 2004.
- (21) Attualmente, l'attività di SACE BT si articola nel ramo assicurazione del credito (54% dei premi nel 2011), nel ramo cauzioni (30%) e in altri settori concernenti i rischi della costruzione (13%).
- (22) Nell'ambito del segmento dell'assicurazione del credito, SACE BT risulta essere attiva nel ramo dell'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine per quanto riguarda i rischi assicurabili sul mercato, ai sensi della comunicazione sul credito all'esportazione. Essa eroga inoltre copertura del credito per le transazioni effettuate in Italia (assicurazione delle transazioni commerciali nazionali). Per una piccola quota del proprio portafoglio, SACE BT è rimasta attiva nel ramo dei rischi non assicurabili sul mercato a breve termine (cfr. tabella 1). Come comunicato dall'Italia, questa attività, al pari delle altre, viene svolta a condizioni di mercato e senza la garanzia dello Stato.

---

<sup>9</sup> L'utilizzo di una contabilità separata fino alla costituzione dell'attività di assicurazione dei rischi assicurabili sul mercato era già stata prevista da SACE il 3 dicembre 2003, in occasione delle discussioni nell'ambito della preparazione del piano industriale iniziale. Cfr. pag. 13 dell'allegato 11 alla documentazione presentata dall'Italia il 5 marzo 2012.

<sup>10</sup> Cfr. le pagine 68-69 del rapporto annuale 2004, disponibile online all'indirizzo: [http://www.sace.it/GruppoSACE/export/sites/default/download/ar\\_bilanci/AR\\_e\\_bilanci/annual\\_report2004.pdf](http://www.sace.it/GruppoSACE/export/sites/default/download/ar_bilanci/AR_e_bilanci/annual_report2004.pdf).

<sup>11</sup> Rapporto annuale SACE 2004.

<sup>12</sup> Si vedano gli allegati 5 e 6 alla Nota integrativa dei rendiconti finanziari della SACE del 2004, che illustrano i rapporti finanziari tra SACE e le sue controllate e l'aumento del capitale di SACE BT tramite i fondi forniti da SACE nel 2004 (aumento di 100 milioni di EUR di capitale sociale e altri aumenti per 5,8 milioni di EUR).

<sup>13</sup> Le perdite registrate da SACE BT, ammontanti a 152 087 EUR alla fine del 2004 e a 1 573 090 EUR alla fine del 2005, sono state coperte attingendo al fondo di organizzazione.

**Tabella 1: Ripartizione geografica dei rischi relativi all'assicurazione del credito di SACE BT**

	2005*	2006*	2007*	2008	2009	2010	2011
Nazionali – territorio italiano	42,5%	47,5%	55,4%	67,3%	73%	76,7%	77,4%
Esteri – assicurabili sul mercato	39,8%	46,6%	37,4%	25,1%	21%	18,1%	17,3%
Esteri – non assicurabili sul mercato	17,7%	5,9%	7,2%	7,6%	6%	5,2%	5,3%

\* Per il 2005, 2006 e 2007 i rischi nei paesi OCSE sono stati considerati interamente assicurabili sul mercato, mentre quelli nei paesi non appartenenti all'OCSE non assicurabili sul mercato.

Fonte: documentazione presentata dall'Italia, rendiconti finanziari di SACE e di SACE BT.

- (23) Il ramo cauzioni di SACE BT si è sviluppato grazie all'acquisizione di Assicuratrice Edile S.p.A. ("Assedile"). Nel 2005, SACE BT ha acquisito una quota iniziale del 70% della stessa. Il processo di acquisizione è stato avviato nel marzo 2005. Assedile, specializzata nel ramo cauzioni, offriva garanzie per i rischi della costruzione e ha cambiato la propria denominazione in SACE Surety nel gennaio 2009. A seguito dell'acquisizione delle restanti quote di minoranza di SACE Surety, l'impresa si è fusa tramite incorporazione in SACE BT, che è diventata il titolare unico<sup>14</sup>.
- (24) SACE BT è l'azionista unico di SACE Servizi S.r.l., società costituita per la fornitura di servizi relativi all'acquisizione e alla gestione di informazioni commerciali. Nel 2011, SACE Servizi ha inoltre iniziato l'attività di recupero dei crediti per conto di SACE BT.
- (25) Le funzioni di audit interno, gestione del rischio e conformità di SACE BT sono esternalizzate alla società madre, SACE<sup>15</sup>.
- (26) Nel secondo anno successivo alla sua costituzione, SACE BT ha registrato un modesto utile, con una redditività del capitale netto (ROE) dello 0,11%. Tuttavia, a partire dal 2007 (terzo anno di attività), essa ha cominciato a registrare perdite (cfr. la tabella 2).

**Tabella 2: ROE di SACE BT**

Anno	ROE
2005	-1,51%
2006	0,11%
2007	-1,02%
2008	-38,0%
2009	-30,6%
2010	-4,4%
2011	0,23%

Fonte: Relazioni finanziarie di SACE BT.

<sup>14</sup> Il 14 gennaio 2009, SACE ha annunciato l'incorporazione di SACE Surety in SACE BT. La fusione era stata autorizzata dall'ISVAP nel dicembre 2008. Cfr. Rapporto annuale SACE 2008.

<sup>15</sup> Cfr. l'allegato 14 – ISVAP: Verbale degli accertamenti ispettivi effettuati presso SACE BT, 11.10.2010, pag. 11, trasmesso dall'Italia il 5 marzo 2012.

- (27) In particolare, SACE BT ha registrato perdite significative sia nel 2008 (pari a circa 29,5 milioni di EUR) che nel 2009 (pari a circa 34 milioni di EUR). Nel 2009, i sinistri liquidati da SACE BT hanno raggiunto i 66,4 milioni di EUR, cioè il 42,6% in più dell'anno precedente<sup>16</sup>. A fronte di una contrazione dei volumi assicurati da parte delle principali società specializzate nell'assicurazione del credito e nelle cauzioni nel 2009, SACE BT ha assicurato transazioni per un totale di 20,4 miliardi di EUR, con un aumento del 34,2% rispetto ai 15,2 miliardi di EUR assicurati nel 2008.
- (28) La situazione della società è migliorata nel 2010, quando il *combined ratio*<sup>17</sup> è sceso al 108%, rispetto al 163% registrato nel 2009 (cfr. tabella 5), e nel 2011, anno in cui la società ha chiuso con un modesto utile (pari a 0,247 milioni di EUR).

### II. 3. La denuncia

- (29) Il denunciante ha sostenuto che la dotazione di capitale iniziale di 100 milioni di EUR (prima misura) che la società madre, SACE, ha conferito a SACE BT nel 2004 è imputabile allo Stato, non è compatibile con il criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato e costituisce un aiuto di Stato incompatibile (cfr. i punti (29) e (30) della decisione di avvio del procedimento). Il 6 novembre 2009, il denunciante ha inoltre informato la Commissione in merito alla riassicurazione concessa da SACE a SACE BT, anch'essa imputabile presumibilmente allo Stato e non in linea con il criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato, che si configurava pertanto come una nuova misura di aiuto incompatibile con l'articolo 107 del trattato (la seconda misura).
- (30) Rispetto alla decisione di avvio del procedimento, il denunciante non ha fornito osservazioni.

### II. 4. Descrizione delle misure di cui alla presente decisione

- (31) L'indagine formale avviata dalla Commissione il 23 febbraio 2011 riguarda le seguenti quattro misure concesse da SACE a SACE BT (per maggiori dettagli cfr. i punti (33)-(41) della decisione di avvio del procedimento):
- a) **prima misura:** la dotazione di capitale iniziale di 100 milioni di EUR in forma di capitale sociale e il conferimento di capitale nel fondo riserve (il cosiddetto fondo di organizzazione) per 5,8 milioni di EUR, nel 2004<sup>18</sup>;

---

<sup>16</sup> Informazioni disponibili sul sito Internet della SACE.

<sup>17</sup> I risultati di un assicuratore a livello di assunzione di rischi (*underwriting*) si misurano con il *combined ratio*, che corrisponde al rapporto tra perdite e spese, da una parte, e premi incassati. Se il *combined ratio* è inferiore al 100%, l'attività è redditizia, mentre un valore superiore al 100% indica un'attività in perdita. Un'impresa con un *combined ratio* superiore al 100% può comunque rimanere redditizia grazie agli utili provenienti dagli investimenti. Nei rami diversi dal ramo vita, in particolare nel caso dell'assicurazione crediti, il *combined ratio* dovrebbe essere inferiore al 100%.

<sup>18</sup> L'investimento in conto capitale in SACE BT di 105,8 milioni di EUR è stato contabilizzato nei conti annuali di SACE per il 2004 (a titolo di partecipazioni nelle controllate).

- b) seconda misura:** una copertura riassicurativa del tipo in eccesso di sinistro<sup>19</sup> per i rischi assicurabili sul mercato per il 2009, accordata il 5 giugno 2009. La seconda misura è stata concessa da SACE quando SACE BT non è riuscita a collocare il 100% della copertura sul mercato privato. In particolare, risulta che prima del 2009 SACE BT ottenesse la propria riassicurazione prevalentemente dagli operatori privati. Tuttavia, in fase di rinnovo dei contratti di riassicurazione per l'anno 2009, nel contesto della crisi finanziaria, SACE BT ha incontrato difficoltà. Anche se SACE BT ha contattato un numero significativo di operatori del mercato, essa è riuscita a ottenere da cinque riassicuratori privati soltanto una copertura pari al 25,85% della riassicurazione in eccesso di sinistro relativa ai rischi assicurabili sul mercato per il 2009. I contratti sono stati sottoscritti il 30 gennaio 2009. Altri 16 operatori contattati da SACE BT, cui sono state offerte le stesse condizioni degli operatori che hanno fornito la copertura, hanno deciso di non partecipare alla copertura riassicurativa. I riassicuratori dovevano coprire la quota dei sinistri eccedente i 5 milioni di EUR fino a 40 milioni di EUR. I cinque riassicuratori privati che nel 2009 hanno partecipato alla riassicurazione in eccesso di sinistro sono i seguenti: Hannover Rückversicherung AG (10%), Sirius International Insurance Corporation (7,5%), DEVK Rückversicherungs und Beteiligungs AG (3%), Atradius Reinsurance Ltd. (2,5%) e Assurisk S.A. (2,85%). Il 5 giugno 2009 la società madre, SACE, ha sottoscritto la parte rimanente della copertura, ossia il 74,15%, alle stesse condizioni di priorità, portata e tasso accettate dai riassicuratori privati;
- c) terza misura:** una ricapitalizzazione di 29 milioni di EUR in data 18 giugno 2009 a copertura delle perdite registrate nel 2008;
- d) quarta misura:** una ricapitalizzazione di 41 milioni di EUR in data 4 agosto 2009<sup>20</sup>.

(32) La tabella 3 riporta una cronologia delle quattro misure e dei principali eventi e decisioni riguardanti SACE e SACE BT (sulla base delle informazioni e della documentazione a sostegno presentate alla Commissione). La tabella reca anche le date in cui sono stati presentati o discussi alcuni documenti, cui si fa riferimento più avanti nella presente decisione.

---

<sup>19</sup> La struttura riassicurativa per i rischi assicurabili sul mercato della SACE BT, approvata dal Consiglio di amministrazione in data 22 aprile 2008 include una riassicurazione proporzionale e un'assicurazione in eccesso di sinistro (cfr. allegato n. 14 - ISVAP: Verbale degli accertamenti ispettivi effettuati presso SACE BT, 11.10.2010), pag. 55, presentato dall'Italia il 5 marzo 2012). La riassicurazione proporzionale è una forma di riassicurazione in cui l'assicuratore cedente cede una percentuale concordata di ogni rischio da questi assicurato che rientra in una classe o in alcune classi di *business* oggetto di un trattato di riassicurazione. La riassicurazione in eccesso di sinistro è un tipo di contratto in cui la riassicurazione interviene, tipicamente fino a una certa soglia, soltanto quando un sinistro particolare (o un gruppo di sinistri) supera un livello concordato, detto *ritenzione*.

<sup>20</sup> Tale incremento di capitale è stato successivamente utilizzato in parte (31,5 milioni di EUR) per coprire le perdite registrate da SACE BT nel 2009. Cfr. allegato 14 - ISVAP: verbale degli accertamenti ispettivi effettuati presso SACE BT, 11 ottobre 2010, pag. 5, documentazione presentata dall'Italia il 5 marzo 2012. In sede di approvazione dei rendiconti finanziari per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009, l'assemblea generale degli azionisti di SACE BT ha deciso, in data 20 aprile 2010, di coprire le perdite registrate alla fine del 2009, pari a 34 081 254 EUR, utilizzando il fondo di organizzazione per un importo di 2 534 805 EUR e il versamento in conto capitale di un importo pari a 31 546 449 EUR.

**Tabella 3 - Ordine cronologico delle quattro misure e dei principali eventi e decisioni riguardanti SACE e SACE BT**

21.11.2003	➤ Studio svolto dal consulente esterno McKinsey relativo agli scenari del mercato potenziale della SACE
17.12.2003	➤ Lettera di invito a presentare offerte per i servizi di consulenza al fine di elaborare un piano industriale per l'attività di assicurazione del credito a breve termine di SACE
1.1.2004	➤ Trasformazione dell'"Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero – SACE" in società per azioni (SACE S.p.A.)
Marzo 2004	➤ KPMG svolge analisi supplementari per il piano industriale concernenti il mercato italiano delle informazioni commerciali, il mercato italiano del recupero dei crediti e i suoi principali operatori e il mercato dell'assicurazione del credito in Europa centrale e orientale
28.4.2004	➤ Calcolo del capitale disponibile ( <i>free capital</i> ) di SACE
1.5.2004	➤ Adesione di dieci nuovi Stati membri all'Unione ➤ I rischi non assicurabili sul mercato a breve termine per l'UE-10 diventano rischi assicurabili sul mercato
18.5.2004	➤ KPMG presenta al Consiglio di amministrazione di SACE il piano industriale contenente i principali elementi a sostegno del rendimento atteso per il periodo 2005-2008 ➤ Il Consiglio di amministrazione di SACE approva il piano industriale per il periodo 2005-2008 relativo alla costituzione di SACE BT
27.5.2004	➤ Creazione di SACE BT ➤ Viene versato il capitale di 105,8 milioni di EUR ( <b>prima misura</b> )
3.7.2004	➤ SACE BT riceve l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di riassicurazione da parte dell'Istituto nazionale per la vigilanza, l'ISVAP
15.10.2004	➤ Inizio delle attività di SACE BT
19.11.2004	➤ Il Consiglio di amministrazione di SACE BT approva l'aggiornamento del piano industriale per il periodo 2005-2009
Marzo 2005	➤ Avvio del processo di acquisizione di Assedile <sup>21</sup> ➤
15.4.2005	➤ Presentazione della valutazione riguardante Assedile eseguita dal consulente esterno, KPMG (preceduta dall'esame della "sala dati" ( <i>data room</i> ) ➤ Discussione del consiglio di amministrazione di SACE BT in merito alla possibile acquisizione di Assedile
18.4.2005	➤ Prima offerta non vincolante di SACE BT per il 70% di Assedile
30.5.2005	➤ Presentazione dell' <i>addendum</i> alla valutazione di Assedile da parte del consulente esterno KPMG
30.9.2005	➤ SACE BT firma il contratto definitivo per l'acquisizione del 70% di Assedile

<sup>21</sup> Cfr. SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, 15 settembre 2011, pag. 11.

19.9.2006	➤ Piano industriale - offerta congiunta di SACE BT e Ducroire per l'acquisizione del 66% di KUP
Dicembre 2006	➤ Relazione del consulente esterno a SACE BT e Ducroire sulla valutazione del 66% della KUP
Ottobre 2007	➤ SACE BT e Ducroire acquisiscono congiuntamente il 66% di KUP
6.3.2008	➤ SACE BT acquisisce il restante 30% di Assedile
30.1.2009	➤ SACE BT riesce a ottenere da cinque riassicuratori privati il 25,85% della riassicurazione in eccesso di sinistro in relazione ai rischi assicurabili sul mercato
25.2.2009	➤ SACE BT cede in perdita a SA Ducroire il proprio 33% di capitale azionario di KUP
26.5.2009	➤ Il Consiglio di amministrazione di SACE approva il versamento di 29 milioni di EUR in favore di SACE BT
5.6.2009	➤ SACE sottoscrive il restante 74,15% della riassicurazione in eccesso di sinistro in relazione ai rischi assicurabili sul mercato ( <b>seconda misura</b> )
18.6.2009	➤ L'assemblea ordinaria degli azionisti di SACE BT approva la copertura delle perdite registrate alla fine del 2008, mediante il versamento di 29 milioni di EUR da SACE ( <b>terza misura</b> ) e di 0,49 milioni di EUR dalle riserve del fondo di organizzazione
1.7.2009	➤ Il Consiglio di amministrazione di SACE approva il versamento in conto capitale di 41 milioni di EUR in favore di SACE BT
4.8.2009	➤ L'assemblea ordinaria degli azionisti di SACE BT approva il versamento in conto capitale di 41 milioni di EUR da SACE ( <b>quarta misura</b> ) ➤ Il Consiglio di amministrazione di SACE BT approva il piano industriale per il periodo 2010-2011
7.12.2010	➤ Il Consiglio di amministrazione di SACE BT approva un piano industriale per il periodo 2011-2013
24.11.2011	➤ Riunione del Consiglio di amministrazione di SACE BT: aggiornamento del piano industriale per il periodo 2011-2013
23.2.2012	➤ Riunione del Consiglio di amministrazione di SACE BT: revisione del modello organizzativo di SACE BT.

## II. 5. Motivi per l'avvio del procedimento

- (33) Per quanto riguarda la **prima misura**, la Commissione ha inizialmente spiegato che, relativamente alla dotazione di capitale iniziale, la qualifica di aiuto avrebbe potuto essere esclusa se tale dotazione fosse risultata versata per i rischi non assicurabili sul mercato e/o se si fosse trattato semplicemente di un versamento in conto capitale in favore di SACE BT già assegnato per l'attività assicurativa a breve termine esistente in precedenza presso SACE (compresi i rischi anteriormente non assicurabili sul mercato, divenuti poi rischi assicurabili sul mercato il 1° maggio 2004). La Commissione ha indicato che in quella fase non era in possesso di informazioni sufficienti per valutare l'eventuale rispetto di tali condizioni.

(34) In secondo luogo, la Commissione ha espresso dubbi sul fatto che l'Italia avesse agito come avrebbe agito un investitore privato in simili circostanze. Si tratta del cosiddetto criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato che, se soddisfatto, esclude l'esistenza di un vantaggio per il beneficiario della misura.

a) Per quanto riguarda la **prima misura**, sulla scorta delle informazioni fornite, la Commissione ha sollevato dubbi sul fatto che la valutazione del rendimento atteso di SACE BT realizzata nel 2004, al momento della sua creazione, sarebbe stata sufficiente a convincere un investitore operante in un'economia di mercato ad effettuare un conferimento di capitale. La Commissione sottolinea che l'unico piano industriale presentato all'epoca riportava semplicemente previsioni per gli anni 2005-2008 e prevedeva un ROAE (*Return On Average Equity*) che avrebbe raggiunto soltanto un livello del 5% nel 2008 (compresa una deduzione pari a 1,1 milioni di EUR per la riserva di perequazione)<sup>22</sup>. A quanto risulta, all'epoca non sono state eseguite altre valutazioni su un possibile aumento del rendimento a copertura delle perdite iniziali e la Commissione non era a conoscenza di analisi del potenziale rendimento di eventuali acquisizioni nel settore. L'Italia è stata invitata a presentare ulteriori elementi comprovanti che l'investimento fosse stato effettuato a condizioni di mercato.

b) Per quanto riguarda la **seconda misura**, sulla base delle informazioni fornite dalle autorità italiane che illustrano le difficoltà di reperire la copertura riassicurativa sul mercato, la Commissione ha sollevato dubbi sul fatto che la seconda misura non abbia conferito un vantaggio a SACE BT.

c) Per quanto concerne **la terza e la quarta misura**, la Commissione era del parere che, alla luce delle perdite registrate, SACE BT non avrebbe potuto reperire un capitale di tale entità sul mercato.

(35) In terzo luogo, la Commissione ha indicato che le misure concesse da SACE (impresa pubblica) sembravano essere imputabili allo Stato (criterio delle risorse statali), pur non esprimendo una posizione definitiva sulla questione.

(36) Infine, la Commissione ha sollevato dubbi sul fatto che se le misure si fossero rivelate aiuti esse avrebbero potuto essere considerate compatibili con il mercato interno, non esistendo alcuna base giuridica che preveda la compatibilità di tali aiuti.

### **III. Osservazioni degli interessati**

(37) La Commissione ha ricevuto osservazioni solamente da SACE.

### **IV. Osservazioni sulla decisione di avvio del procedimento e documentazione supplementare presentata dall'Italia e da SACE**

#### **IV. 1. Imputabilità**

(38) L'Italia e SACE hanno sostenuto che tutte e quattro le misure concesse da SACE non sarebbero imputabili allo Stato italiano. Nella loro risposta alla decisione di avvio del procedimento, l'Italia cita ampiamente le sentenze della Corte nelle cause Stardust

---

<sup>22</sup> Ai fini del calcolo del ROAE, si è tenuto conto di un effetto fiscale figurativo all'atto della determinazione dell'utile netto (cfr. la pag. 163 del piano industriale iniziale).

Marine<sup>23</sup>, Olympic Airways<sup>24</sup> e SIC-RTP<sup>25</sup>. Su richiesta della Commissione, l'Italia ha trasmesso un elenco fornito da SACE contenente i nominativi dei membri del Consiglio di amministrazione di SACE dell'epoca in cui ciascuna delle quattro misure in questione è stata adottata dal Consiglio di amministrazione di SACE<sup>26</sup>. Ove opportuno, SACE ha indicato la posizione ricoperta nella pubblica amministrazione dai rispettivi membri del Consiglio di amministrazione.

- (39) Per quanto riguarda la prima misura, l'Italia ha inoltre sostenuto che l'investimento in SACE BT era molto esiguo rispetto alle dimensioni di SACE. Tale elemento dimostrerebbe che lo Stato non aveva alcun motivo di essere coinvolto in un investimento di modesta entità e che, di conseguenza, la misura non sarebbe imputabile allo Stato.
- (40) Per quanto riguarda la seconda misura, l'Italia ha chiarito che il CIPE non decide in merito all'attività di riassicurazione di SACE<sup>27</sup>.

#### **IV. 2. Criterio del vantaggio: prima misura**

- (41) Nella documentazione trasmessa dopo la decisione di avvio del procedimento, l'Italia e SACE hanno asserito che l'investimento era in linea con la prassi di mercato.
- (42) Ad integrazione della documentazione trasmessa in precedenza, costituita prevalentemente dal piano industriale iniziale, l'Italia e SACE hanno presentato ulteriori elementi a sostegno (cfr. i punti (6)-(9)). In risposta a una domanda complementare della Commissione, l'Italia ha inoltre comunicato che dal 2003 non sono intercorsi scambi tra l'ISVAP e SACE/SACE BT contenenti stime realizzate da SACE/SACE BT sui requisiti patrimoniali e sul capitale disponibile, né valutazioni in proposito da parte dell'autorità di vigilanza nazionale<sup>28</sup>.
- (43) In primo luogo, SACE sottolinea di essere una società redditizia e che, essendo caratterizzata da una buona gestione aziendale, non vi è alcun motivo di mettere in dubbio il fatto che essa abbia effettuato l'investimento in SACE BT come un normale investitore. A dimostrazione di quanto asserito, SACE ha fornito dati comprovanti che nel periodo 2004-2010 essa è stata redditizia, avendo registrato un ROE superiore al 6% in tutti gli anni in esame e un rapporto di distribuzione dei dividendi oscillante tra il 40% e il 95% degli utili. L'importo complessivo dei dividendi è stato pari a 2,1 miliardi di EUR e una quota del capitale pari a 3,5 miliardi di EUR è stata rimborsata allo Stato in quanto azionista. SACE sostiene inoltre che il suo investimento in SACE BT è stato eseguito ricorrendo al *free capital* inutilizzato e disponibile, quantificabile in circa 250 milioni di EUR alla data del 28 aprile 2004<sup>29</sup>. Inoltre, l'Italia asserisce che

---

<sup>23</sup> Sentenza *Stardust Marine* del 16 maggio 2002 nella causa C-482/99 (Raccolta 2002, pag. I-4397).

<sup>24</sup> Tribunale di primo grado, causa T-68/03, *Olympic Airways/Commissione* (Raccolta 2007, pag. II-2911).

<sup>25</sup> Tribunale di primo grado, T-422/03, *SIC/Commissione* (Raccolta 2008, pag. II-1161).

<sup>26</sup> Cfr. l'allegato 1 alla risposta del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 15 settembre 2011.

<sup>27</sup> Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, risposta alla richiesta di informazioni del 5 marzo 2012, pag. 2.

<sup>28</sup> Fonte: SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, punto 9, trasmessa il 5 marzo 2012, pag. 2.

<sup>29</sup> Il materiale preparato per la riunione del consiglio di amministrazione di SACE del 28 aprile 2004 aveva l'obiettivo specifico di fornire le stime relative al *free capital* di cui disponeva SACE in vista della dotazione di capitale per la costituzione di SACE 2 – la futura SACE BT. Cfr. allegato 1 – Comunicazione dell'AD al CdA di SACE S.p.A. in vista della riunione del CdA del 28 aprile 2004 – alle osservazioni di SACE trasmesse il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento.

l'apporto di capitale era modesto rispetto alle attività svolte e agli utili generati da SACE (l'importo investito in SACE BT nel 2004 è stato pari all'1,2% del capitale di SACE e al 20% degli utili netti realizzati da SACE nel 2004)<sup>30</sup>.

- (44) In tale contesto, l'Italia ha peraltro chiarito che non è SACE che ha beneficiato della controgaranzia dello Stato, dato che tale garanzia aveva piuttosto lo scopo di offrire una controgaranzia alle controparti di SACE. A questo proposito, l'Italia ha sottolineato che, nel corso del periodo 2004-2010, la controgaranzia non è mai stata azionata, né lo Stato ha corrisposto pagamenti in favore di SACE in tale periodo<sup>31</sup>.
- (45) In secondo luogo, SACE ha dichiarato che l'investimento era diretto alla diversificazione dei rischi assicurati dal gruppo SACE (in termini di copertura geografica e settoriale). La copertura dei rischi del credito da parte del gruppo SACE, precedentemente limitata ai paesi non assicurabili sul mercato, doveva quindi espandersi in Italia e nel settore dei rischi del credito all'esportazione assicurabili sul mercato (rischio a breve termine all'interno dell'OCSE). Inoltre, l'ambito delle attività doveva essere ampliato, accorpando altre aree di attività in cui erano attivi i tre principali operatori del mercato privato.
- (46) In terzo luogo, SACE ha affermato che per un nuovo operatore come SACE BT si presentavano significative opportunità di mercato non utilizzate. Tale fattore è stato analizzato prima di effettuare l'investimento. In particolare, il mercato italiano interno evidenziava un rapporto di penetrazione del settore dell'assicurazione del credito significativamente inferiore rispetto agli altri grandi mercati europei. Inoltre, vi era l'opportunità di operare nei mercati della UE-10, dove all'epoca non erano ancora presenti i principali operatori del mercato dell'assicurazione del credito. Prima che l'investimento venisse effettuato, le opportunità di mercato sono state analizzate in modo approfondito anche dal consulente esterno.
- (47) In quarto luogo, SACE ha sostenuto che il ROE di SACE BT non può essere paragonato alla media del mercato, poiché SACE BT era una *start-up* all'epoca, mentre la presenza sul mercato delle altre società di assicurazione del credito alle esportazioni a breve termine era già consolidata.
- (48) In quinto luogo, SACE ha asserito che, creando SACE BT nel 2004 per inserirsi nel mercato del credito all'esportazione a breve termine, gli organi di gestione si aspettavano di realizzare una redditività sufficiente del capitale investito, facendo affidamento su una **strategia basata su tre direttrici**<sup>32</sup>: crescita endogena del ramo credito (di tipo *start-up*, per cui il piano industriale iniziale contiene previsioni per quattro anni) per quanto riguarda la prima direttrice, attività accessorie all'assicurazione del credito (altri rami o servizi), comprese possibili acquisizioni di altre aziende, in Italia (diversificazione per linea di *business*) per quanto riguarda la seconda direttrice ed espansione geografica attraverso acquisizioni di società operanti all'estero (diversificazione per area geografica) per quanto riguarda la terza direttrice.

---

<sup>30</sup> Per i dati, cfr. pagina 4 delle osservazioni di SACE inviate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento.

<sup>31</sup> Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze - Risposta alla richiesta di informazioni del 5 marzo 2012, pag. 2.

<sup>32</sup> Fonte: Osservazioni di SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 8 e verbale della riunione tra i rappresentanti di SACE BT, di SACE, delle autorità italiane e dei servizi della Commissione del 13 luglio 2011.

- (49) Secondo SACE, i principi alla base di tale strategia sono stati confermati dall'analisi del consulente esterno<sup>33</sup>.
- (50) Secondo SACE, dovrebbe essere evidente che le previsioni economiche e finanziarie elaborate nel 2004 non potevano comprendere o prevedere gli effetti di future acquisizioni, che sono poi avvenute alcuni anni dopo<sup>34</sup>. In altri termini, le previsioni si basavano soltanto sulla crescita organica di SACE BT nel mercato italiano dell'assicurazione del credito (prima direttrice, di cui al punto (48))<sup>35</sup>.
- (51) Tenuto conto del carattere di *start-up* della società, la società madre ha scelto di **iniettare più capitale in una soluzione unica nella fase iniziale**. L'Italia sostiene che questo approccio è paragonabile a quello di un fondo di *private equity* che effettua investimenti anticipati a fronte di potenziali operazioni, che devono comunque essere soggetti a valutazioni indipendenti e coerenti con la strategia prestabilita<sup>36</sup>.
- (52) Inoltre, l'Italia ha asserito che, anche se il piano iniziale comprendeva solamente la redditività relativa alla prima direttrice di attività, all'epoca anche le altre due direttrici sono state menzionate e prese in considerazione. Se ne faceva menzione già nella lettera del 17 dicembre 2003, con cui si invitava un consulente a presentare un'offerta per elaborare un piano industriale per l'attività a breve termine di SACE<sup>37</sup>. In particolare, nell'invito a presentare un'offerta trasmesso al consulente esterno, SACE chiedeva la presentazione di un numero limitato di scenari (massimo 2), in previsione di una crescita endogena di SACE basata sulle proprie risorse e i propri mezzi e sulla collaborazione con altre entità, italiane o straniere, con varie opzioni, ad esempio la collaborazione con uno dei principali operatori del mercato, la collaborazione con un operatore secondario (per esempio CESCE, Spagna o OND, Belgio) e la collaborazione con un operatore italiano nell'ambito di un altro segmento di mercato o di un altro settore finanziario.
- (53) Per quanto riguarda le possibili relazioni con terzi, al consulente è stato chiesto di individuare gli eventuali vantaggi derivanti dalla condivisione di tecnologia e competenze, dalle economie di scala e dalla specializzazione e dall'integrazione delle attività a monte e a valle.
- (54) SACE ha sostenuto che il Consiglio di amministrazione ha iniziato a discutere tali opportunità nello stesso periodo in cui è stata creata SACE BT. A ulteriore sostegno di tale affermazione, SACE ha fornito uno schema preliminare di collaborazione con OND (Belgio) e CESCE (Spagna), realizzato il 5 marzo 2004, vale a dire prima di concedere la prima misura<sup>38</sup>.
- (55) Per fornire una base alla futura espansione in altri mercati e linee di attività, nel marzo 2004 il consulente ha fornito a SACE un'analisi dettagliata degli operatori di

---

<sup>33</sup> Cfr., per esempio, il capitolo II, pag. 7 del piano industriale iniziale.

<sup>34</sup> Cfr. le osservazioni di SACE inviate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 9. SACE ha ribadito la posizione già espressa prima della decisione di avvio del procedimento. Cfr. paragrafo 1, pag. 15, del documento inviato dall'Italia il 12 febbraio 2008.

<sup>35</sup> Secondo il piano industriale iniziale, SACE BT avrebbe raggiunto una quota del mercato italiano pari al 12,6% nel 2008, con un volume di premi emessi di oltre 67,2 milioni di EUR.

<sup>36</sup> Cfr. SACE – Risposta alla richiesta di informazioni del 15 settembre 2011, pag. 17.

<sup>37</sup> Cfr. l'allegato 1 alla risposta di SACE del 15 settembre 2011, pag. 8.

<sup>38</sup> Allegato 8 alle osservazioni di SACE trasmesse il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento.

mercato attivi in altri segmenti di attività in Italia (servizi di informazioni commerciali e recupero crediti) e di assicurazione del credito nell'Europa centrale e orientale<sup>39</sup>, procedendo ad un'analisi comparativa (*benchmarking*) delle prassi di mercato (soprattutto relativamente ai principali operatori del mercato) in termini di costi (per esempio per la fornitura di informazioni commerciali e il recupero crediti), i tempi delle operazioni commerciali, l'analisi multipla dei prezzi delle acquisizioni recenti nel settore della fornitura di informazioni commerciali e l'analisi comparativa delle migliori prassi di mercato - considerate tali a motivo della posizione di leadership degli operatori, nei rispettivi segmenti di mercato - in termini di soluzioni commerciali operative.

- (56) L'Italia rammenta che la strategia di acquisizione è iniziata a meno di un anno dall'avvio delle attività da parte di SACE BT (la prima offerta non vincolante di SACE BT per il 70% di Assedile risale al 18 aprile 2005, mentre l'intero processo è stato avviato nel marzo 2005, cinque mesi dopo l'inizio delle attività da parte di SACE BT). Inoltre, l'Italia ha trasmesso alla Commissione varie comunicazioni presentate al Consiglio di amministrazione di SACE BT nel periodo 2006-2008, che prendevano in considerazione opportunità di acquisizione successive<sup>40</sup> (tutte basate su valutazioni di consulenti esterni, *due diligence*, ecc., anche se per motivi diversi non tutte queste iniziative hanno avuto esito positivo).

#### *Previsioni finanziarie*

- (57) Nella lettera di invito a presentare offerte per i servizi di consulenza, SACE ha chiesto previsioni finanziarie per i tre anni a venire, ovvero per il periodo 2005-2007. Fra l'altro, SACE ha chiesto di quantificare le risorse finanziarie (la capitalizzazione) necessarie per lo sviluppo di attività a breve termine e la redditività prevista (cioè il rendimento del capitale investito)<sup>41</sup>.
- (58) SACE ha sostenuto che, poiché le opportunità di acquisizione non erano ancora chiare e la relativa valutazione non ancora disponibile, il piano industriale iniziale si basava, per prudenza, soltanto sulla prima direttrice di attività (crescita endogena del ramo credito). La redditività prevista, anche se limitata, in quanto non comprendeva le strategie di acquisizione, risultava comunque positiva a partire dal 2007 (terzo anno di attività)<sup>42</sup> o a partire dal 2006, tenendo conto delle sinergie con la società madre (SACE), (secondo anno intero di attività).

---

<sup>39</sup> Cfr. gli allegati 5-7 alle osservazioni della SACE trasmesse il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento.

<sup>40</sup> Cfr. l'allegato 2 alla risposta di SACE presentata il 15 settembre 2011, in cui viene menzionata una serie di proposte di acquisizione, in collaborazione con altri operatori, cioè KUP (con SA Ducroire), nella comunicazione del 19 luglio 2006, TINUBU SQUARE (con ONDD e CESCE) nelle comunicazioni del 19 luglio e dell'8 settembre 2006 e MEHIB (con SA Ducroire) nelle comunicazioni dell'8 febbraio e del 18 giugno 2007, o da sola, cioè CGIC (con l'eventualità che la società controllante, SACE, potesse decidere di partecipare come offerente al posto di SACE BT), nella comunicazione del 15 settembre 2008.

<sup>41</sup> Cfr. allegato 1 della risposta di SACE trasmessa il 15 settembre 2011, pag. 8.

<sup>42</sup> SACE ha sostenuto che, in anticipo rispetto al piano, SACE BT ha perseguito utili già nel 2006, fornendo il seguente confronto tra utili e perdite effettivamente registrati e quelli previsti. Nel 2005: -1,5 milioni di EUR (nel piano: -2,4 milioni di EUR), nel 2006: +0,1 milioni di EUR (nel piano: -0,4 milioni di EUR), nel 2007: -1 milione di EUR (nel piano: +3,1 milioni di EUR), nel 2008: -29,4 milioni di EUR (nel piano: +3,7 milioni di EUR). Cfr. le osservazioni di SACE trasmesse il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 6, nota 2.

- (59) Inoltre, già nel novembre 2004, a solo un mese dall'inizio delle attività di SACE BT, un aggiornamento del piano aziendale per il periodo 2005-2009<sup>43</sup> è stato discusso dal Consiglio di amministrazione<sup>44</sup> (“il piano industriale aggiornato”). Tale aggiornamento conteneva un'analisi delle operazioni di SACE BT all'inizio della sua attività, nuove ipotesi di sviluppo, simulazioni economico-finanziarie e scenari di sviluppo. La nota di accompagnamento al Consiglio di amministrazione indicava chiaramente l'espansione dell'attività nel mercato delle cauzioni e la delineazione dello scenario evolutivo relativo ad altre opportunità di crescita esterna nei settori che presentavano opportunità di sinergie con l'attività di SACE BT, in modo da riallineare il rendimento dell'intero investimento di capitale in SACE BT sui parametri di riferimento del mercato.
- (60) In particolare, nel piano industriale aggiornato, le varie direttrici dello sviluppo futuro delle attività venivano citate in modo esplicito: crescita endogena dell'attività di assicurazione del credito (prima direttrice, cfr. punto (48)), espansione in altri segmenti di attività in Italia (seconda direttrice, cfr. punto (48)) e crescita esterna, con la menzione “da sviluppare ulteriormente” (seconda e terza direttrice, cfr. punto (48), in funzione delle attività di un'azienda oggetto d'interesse). Il capitale necessario stimato per la prima direttrice era pari a 40,3 milioni di EUR. Per quanto riguarda la seconda direttrice, è stata indicata in dettaglio solo l'espansione endogena nel ramo delle cauzioni, unitamente a previsioni finanziarie distinte per tale linea di attività e a un capitale stimato a 3,7 milioni di EUR.
- (61) Inoltre, è stata aggiunta un'analisi più dettagliata della redditività prevista in funzione del capitale assegnato ai rami dell'assicurazione del credito e delle cauzioni: il ROAE per i primi due tipi di prodotti (assicurazione del credito e cauzioni) sul capitale richiesto di 44 milioni di EUR è stato stimato a 12,5% (con 40,3 milioni di EUR e il 12,1% per il solo ramo dell'assicurazione del credito)<sup>45</sup>. Nel documento si affermava che l'analisi era preliminare e necessitava di un'ulteriore elaborazione in fase di redazione del piano industriale aggiornato ai fini della regolamentazione (prevista per febbraio/marzo 2005).
- (62) Stando al piano aggiornato, gli utili previsti ammontavano a 4,8 milioni di EUR nel 2008 mentre il ROAE stimato relativo all'intero capitale avrebbe raggiunto il 4,4% nel 2009.
- (63) Nelle sue deduzioni del 15 settembre 2011 e del 5 marzo 2012, l'Italia ha trasmesso il calcolo effettuato da SACE relativo ad una redditività “ex-ante implicita”, che comprende le sinergie e le acquisizioni di KUP e di Assedile (cfr. la tabella 4). Ai fini di tale analisi, l'Italia ha preso in considerazione le valutazioni ex-ante disponibili in diversi periodi di tempo: quando è stato preparato il piano industriale iniziale, quando è stata contemplata e valutata l'acquisizione del 70% di Assedile e quando sono state contemplate e valutate le acquisizioni del 100% di Assedile e del 33% di KUP. Le sinergie previste dalle acquisizioni sono presentate separatamente in fondo alla tabella. Le acquisizioni avviate e valutate, ma non portate a termine, non vengono prese in considerazione in tale analisi. Gli eventuali capitali in eccesso non necessari per le acquisizioni di cui al punto (56), prima che queste vengano individuate e valutate,

---

<sup>43</sup> Compresa quindi anche l'estensione al 2009 delle previsioni.

<sup>44</sup> Cfr. l'allegato 9 delle osservazioni di SACE trasmesse il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento.

<sup>45</sup> Cfr. pagg. 8 e 10 del piano industriale aggiornato.

vengono assegnati soltanto al ramo dell'assicurazione del credito *stand alone* (prima direttrice).

**Tabella 4: Calcolo della redditività di SACE “implicita ex-ante”**

	Anno di riferimento	Importo del capitale (in milioni di EUR)	Utile, al netto delle imposte, previsto nell'anno di riferimento (in milioni di EUR)	ROE
Situazione al 18 maggio 2004				
Ramo assicurazione del credito <i>stand alone</i> , come da piano industriale iniziale del maggio 2004	2008	105	3,7	3,5%
		<b>105</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5%*</b>
Redditività “implicita ex-ante” dopo acquisizione del 70% di Assedile				
Acquisizione di Assedile <sup>46</sup>	2009	27	2,7	10,2%
<i>Stand alone</i> dopo acquisizione di Assedile	2008	78	3,7	4,7%
		<b>105</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1%</b>
Redditività “implicita ex-ante” dopo acquisizione del 100% di Assedile e del 33% di KUP				
Acquisizione di Assedile (70% + 30%)	2009	41,7	3,9	9,4%
Acquisizione di KUP (33%) <sup>47</sup>	2011	13,3	1,2	8,7%
<i>Stand alone</i> dopo acquisizione di Assedile e KUP	2008	50	3,7	7,4%
		<b>105</b>	<b>8,8</b>	<b>8,3</b>
Redditività “implicita ex-ante” dopo acquisizioni e inclusi i ricavi da sinergie				
Sinergie SACE BT/SACE			1,9	
Sinergie SACE BT/Assedile			0,6	
		<b>105</b>	<b>11,3</b>	<b>10,8%*</b>

\* Nel caso in cui l'anno di riferimento sia il 2009 (come previsto nel piano aggiornato) e non il 2008, prendendo quindi in considerazione l'utile di 4,8 milioni di EUR, il ROE “implicito ex-ante” dopo le acquisizioni e le sinergie raggiunge l'**11,8%**.

(64) Quanto al tasso di rendimento che un investitore privato avrebbe richiesto per effettuare un investimento simile (“tasso di rendimento richiesto”), l'Italia ha contestato la percentuale fornita dal denunciante (ROE dell'11,5%). L'Italia ritiene che il campione

<sup>46</sup> Secondo le osservazioni presentate dall'Italia il 5 marzo 2012. Risposta di SACE (punto 16, pag. 5), il consulente esterno ha previsto per il 2009 (quinto anno dopo l'acquisizione) un ROE del 9,8% per un'acquisizione del 100% di Assedile valutata a circa 40 milioni di EUR (cfr. progetto Zorro, 30 maggio 2005, pag. 30). Così, SACE ha calcolato un utile di 3,9 milioni di EUR a seguito dell'acquisizione del 100% di Assedile: 40 milioni di EUR \* 9,8% ROE (e 2,7 milioni di EUR per il 70% di Assedile).

<sup>47</sup> Secondo le osservazioni della SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento (pag. 21), le previsioni finanziarie elaborate dal consulente esterno per l'acquisizione di KUP ipotizzavano utili netti per 3,5 milioni di EUR nel 2011 (quinto anno dopo l'acquisizione). Pertanto, 33% \* 3,5 milioni = 1,2 milioni di EUR. Dividendo il rendimento previsto per l'investimento iniziale, la SACE BT avrebbe raggiunto un ROE dell'8,7%.

di imprese utilizzato per calcolare il ROE non fosse rappresentativo e che il periodo di tempo rispetto al quale è stato calcolato il ROE non fosse adeguato. SACE ha sostenuto che il tasso di rendimento adeguato per il ramo dell'assicurazione del credito in Italia dovrebbe essere stabilito sulla base della redditività media registrata dalle società operanti in Italia, vale a dire da Coface Italia (Viscontea Coface) e da Euler Hermes SIAC, negli anni dal 1998 al 2003. In tal modo, si ottiene una percentuale del 10,25% sulla base di una media non ponderata. SACE ha spiegato che Atradius (Italia) è stata esclusa dal calcolo dal momento che nel periodo in esame ha evidenziato una volatilità tale da inficiare in modo significativo i risultati, fino a portare ad un valore di *benchmark* negativo (-2,4%, utilizzando la media semplice, non ponderata)<sup>48</sup>.

- (65) Tuttavia, l'Italia ha preferito calcolare il tasso di rendimento richiesto utilizzando un'aliquota media ponderata. Secondo i documenti presentati dall'Italia, SACE ha calcolato l'aliquota media ponderata del ROE registrato da Coface Italia e Euler Hermes SIAC per il periodo 1998-2003 ponderando i ROE medi relativi a tale periodo per il peso percentuale dei premi lordi contabilizzati nello stesso periodo relativamente al ramo credito. Così calcolato, il tasso di rendimento risulterebbe pari all'8,7%.
- (66) L'Italia sostiene che la differenza tra i tassi di rendimento calcolati utilizzando medie non ponderate e ponderate, cioè la differenza tra il 10,25% e l'8,7%, non sia abbastanza significativa da avere ripercussioni sostanziali sulla decisione di un investitore con un orizzonte temporale di medio/lungo periodo. Tuttavia, l'Italia ha ritenuto più opportuno utilizzare il ROE medio ponderato, per i seguenti due motivi<sup>49</sup>:
- a) il calcolo basato sulla media ponderata rappresenta un metodo migliore rispetto a un calcolo basato sulla media non ponderata, perché esprime meglio il tasso di rendimento richiesto in un settore con due operatori caratterizzati da differenze significative in termini di rendimento e di fatturato tra di loro e da un anno all'altro<sup>50</sup>;
- b) come base per la ponderazione, l'Italia ha utilizzato i premi lordi contabilizzati nel ramo credito, con l'obiettivo di avere come oggetto di confronto un campione omogeneo con l'attività della neonata SACE BT nel 2004 (che inizialmente prevedeva il ramo dell'assicurazione del credito e solo successivamente si è estesa ad altre attività correlate). Il ramo cauzioni è stato escluso dalla base di calcolo in quanto caratterizzato da dinamiche diverse da quelle del ramo dell'assicurazione del credito. Nel 2004 solo Coface operava nel ramo cauzioni<sup>51</sup>.
- (67) L'Italia ha inoltre affermato che il tasso di rendimento richiesto calcolato sulla base dei premi complessivi (cioè non limitato esclusivamente ai premi del credito, come spiegato in precedenza) ammonterebbe al 9,5%.

---

<sup>48</sup> Cfr. SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, 15 settembre 2011, pag. 4.

<sup>49</sup> Cfr. SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, punto 12, trasmessa il 5 marzo 2012, pagg. 2-3.

<sup>50</sup> Secondo il piano industriale aggiornato, nel 2003 in Italia, Euler Hermes SIAC deteneva una quota di mercato del 47,5%, Atradius-SIC (Italia) una quota del 20,1% e Coface Italia (Viscontea Coface) una quota del 17,9%.

<sup>51</sup> Questa affermazione dell'Italia non è corroborata dal piano industriale iniziale preparato dal consulente esterno. Secondo l'allegato 1 del piano – “La best practice del mercato. Benchmarking sui principali players”, del febbraio 2004 (cfr. la presentazione dell'Italia del 12 febbraio 2008, allegato I), sia Viscontea Coface che Euler Hermes SIAC erano attive nel ramo delle cauzioni (cfr. pagg. 17 e 34).

### IV. 3. Criterio del vantaggio: seconda misura

- (68) SACE asserisce che la misura è stata adottata in un'ottica di massimizzazione dei profitti e che per questa ragione era compatibile con un'attività di riassicurazione in linea con la prassi di mercato. L'azienda sottolinea che le condizioni principali della copertura riassicurativa fornita da SACE a SACE BT nel 2009 erano analoghe a quelle accettate dai riassicuratori privati pochi mesi prima (cfr. il punto (31)). A posteriori, è possibile concludere che di tale misura abbia beneficiato solamente la società madre, SACE, che ha ricevuto 1,56 milioni di EUR<sup>52</sup> di premi incassati, dal momento che SACE BT non ha fatto ricorso alla riassicurazione per coprire l'eccesso di sinistro indicato in precedenza.
- (69) Inoltre, l'Italia afferma che a livello di requisito patrimoniale calcolato in base alle regole Solvency II in essere nel 2009 (*Technical specifications* del QIS4), la seconda misura non ha prodotto effetti di alleggerimento dei requisiti patrimoniali per SACE BT. In particolare, le coperture in eccesso sinistro non producevano alcun beneficio in quanto non riconosciute all'interno della formula standard utilizzata da SACE BT come metodo di quantificazione del requisito patrimoniale. Per quanto riguarda l'impatto sull'assorbimento di capitale, l'Italia ha precisato che per definizione tutte le forme riassicurative producono effetti sul livello di capitale, e quindi anche la copertura riassicurativa in eccesso di sinistro<sup>53</sup>. Il 4 gennaio 2012 la Commissione ha espressamente chiesto all'Italia di quantificare l'alleggerimento dei requisiti patrimoniali a livello di SACE BT a seguito della riassicurazione in eccesso di sinistro stipulata nel 2009 con SACE. L'Italia non ha fornito le informazioni richieste, ma ha ribadito che la copertura riassicurativa *Excess of Loss* non genera alcun sgravio (*relief*) in termini di requisiti patrimoniali di vigilanza<sup>54</sup>.
- (70) SACE ha comunque asserito<sup>55</sup> anche che uno dei principali scopi della cessione in riassicurazione è l'aumento della capacità di sottoscrizione per l'assicuratore cedente.
- (71) Per quanto riguarda l'applicazione della clausola di salvaguardia contenuta nella comunicazione sul credito all'esportazione<sup>56</sup>, l'Italia ha dichiarato di non aver reputato opportuno concedere un sostegno pubblico al settore, decidendo di non avvalersi della clausola di salvaguardia<sup>57</sup>. SACE non ha ritenuto pertinente la richiesta della

---

<sup>52</sup> Per la retribuzione corrisposta da SACE BT a SACE, si rimanda alle osservazioni di SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 30.

<sup>53</sup> Cfr. SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, 15 settembre 2011, pag. 7.

<sup>54</sup> Cfr. la SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, punto 13, trasmessa il 5 marzo 2012, pag. 3.

<sup>55</sup> Cfr. le osservazioni della SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 25.

<sup>56</sup> Secondo la comunicazione sul credito all'esportazione, la clausola di salvaguardia è utilizzata in caso di rischi temporaneamente non assicurabili sul mercato, ossia i rischi del credito all'esportazione assicurabili sul mercato per i quali la copertura potrebbe essere temporaneamente non disponibile dagli assicuratori privati del credito all'esportazione o da assicuratori pubblici o a sostegno pubblico del credito all'esportazione che operano per proprio conto, in ragione di una mancanza di capacità assicurativa o riassicurativa. In tali casi questi rischi temporaneamente non assicurabili sul mercato possono essere assunti da un assicuratore pubblico o a sostegno pubblico e assicurati per conto o con la garanzia dello Stato. Gli Stati membri che intendono ricorrere a tale clausola di salvaguardia devono notificarlo immediatamente alla Commissione.

<sup>57</sup> Cfr. le osservazioni del Ministero dell'Economia e delle Finanze presentate il 5 maggio in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 5.

Commissione di fornire informazioni suscettibili di dimostrare l'indisponibilità sul mercato di copertura dei rischi per gli esportatori<sup>58</sup>.

#### IV. 4. Criterio del vantaggio: terza e quarta misura

- (72) SACE sostiene che con l'adozione della terza e quarta misura, essa ha perseguito l'obiettivo di riportare SACE BT a una situazione di "equilibrio finanziario", con l'obiettivo di garantire la solvibilità dell'impresa, in conformità con i vincoli imposti dalla normativa di settore. Una volta garantita la solvibilità di SACE BT, sarebbe stato possibile raggiungere un sufficiente livello di redditività<sup>59</sup>. Inoltre, SACE sottolinea che molti concorrenti privati italiani di SACE BT hanno registrato perdite nel 2008 e nel 2009. Ciò ha comportato l'intervento dei loro azionisti, che hanno contribuito con conferimenti di capitale importanti (a livello internazionale anche Natixis Coface è stata ricapitalizzata due volte nel 2009 e all'inizio del 2010, mentre le perdite registrate da Coface nel 2009 sono ammontate a 163 milioni di EUR).
- (73) SACE osserva inoltre che, anche se la crisi economica ha sostanzialmente interessato tutti gli operatori del mercato, i suoi effetti hanno avuto un impatto particolarmente grave su SACE BT, che si trovava ancora in fase di *start-up*. Per questo motivo, SACE BT non ha potuto usufruire della riserva di perequazione<sup>60</sup> per far fronte alle contingenze economiche e finanziarie, poiché tale riserva non era ancora stata costituita. Tutti gli altri principali concorrenti di SACE BT – fra cui anche Coface – hanno usufruito di questa riserva durante la crisi economica.
- (74) In risposta alla richiesta della Commissione, presentata nella decisione di avvio del procedimento, di fornire la stima dei costi che sarebbero stati sostenuti da SACE in caso di vendita o liquidazione di SACE BT, SACE ha asserito che la liquidazione di SACE BT era un'eventualità puramente teorica che non poteva essere messa in atto in quel momento. Le motivazioni principali addotte da SACE fanno riferimento a quanto segue: a) la mancanza di un beneficio immediato nei confronti di SACE in qualità di azionista, poiché la liquidazione avrebbe piuttosto cristallizzato i risultati negativi conseguiti in un contesto di situazione di mercato particolarmente avversa prevalente in quel momento, oltre a procurare a SACE un significativo danno reputazionale, b) la possibilità che tale azione potesse essere interpretata dai mercati come una crisi di liquidità interna a SACE stessa e c) l'eventualità che la vendita sarebbe avvenuta a un prezzo non congruo<sup>61</sup>. In risposta a un'altra richiesta di chiarimento della Commissione relativa all'esposizione di SACE nei confronti di SACE BT prima di concedere la seconda, la terza e la quarta misura, l'Italia ha altresì indicato che, in linea teorica, in caso di cessazione delle attività

---

<sup>58</sup> Cfr. le osservazioni di SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 29.

<sup>59</sup> Cfr. le osservazioni della SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 29.

<sup>60</sup> Secondo le direttive sulle assicurazioni lo scopo delle riserve di perequazione è quello di perequare le fluttuazioni dei *loss ratio* negli anni futuri o di coprire rischi particolari. Le riserve di perequazione fanno parte delle riserve tecniche del bilancio e la variazione delle riserve di perequazione è inclusa nel conto tecnico del conto profitti e perdite. Cfr. CEIOPS – Summary of a survey on equalisation provisions, gennaio 2009, pag. 2, disponibile online all'indirizzo:  
[https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/publications/reports/CEIOPS-DOC-32-08-Summary-of-a-survey-on-equalisation-provisions.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/reports/CEIOPS-DOC-32-08-Summary-of-a-survey-on-equalisation-provisions.pdf).

<sup>61</sup> Cfr. le osservazioni di SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 45. SACE cita i dati della società Dealogic secondo cui le fusioni e le acquisizioni nel settore finanziario europeo nel 2009 (176 miliardi di EUR) erano sostanzialmente dimezzate rispetto al 2008. Circa il 50% delle transazioni nel 2009 aveva riguardato attivi in difficoltà.

e messa in liquidazione delle attività di SACE BT nel corso dell'esercizio 2009, tutte le passività per un totale di 2,09 milioni di EUR sarebbero state potenzialmente a rischio. L'Italia ha indicato che il saldo netto tra attività e passività nei confronti di SACE per l'esercizio 2008 era stato positivo per un valore pari a 8,43 milioni di EUR<sup>62</sup>; in termini netti SACE sarebbe stata quindi debitrice nei confronti di SACE BT.

- (75) SACE ha affermato che l'applicazione del criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato deve tenere conto anche dei vincoli normativi. [...] \* Inoltre, SACE sostiene che un investitore non è attento soltanto alla redditività di un investimento, ma tiene conto di altri aspetti, ad esempio la tutela dell'immagine pubblica del gruppo o il riassetto delle relative operazioni aziendali<sup>63</sup>.
- (76) L'Italia ha asserito che l'importo di 70 milioni di EUR (terza e quarta misura) faceva parte del capitale necessario individuato nel maggio 2009 dalla struttura della gestione del rischio<sup>64</sup> per conformarsi ai futuri requisiti di Solvency II<sup>65</sup>. Tale simulazione era basata sul *Revised Budget* 2009.
- (77) Secondo SACE, le decisioni di ricapitalizzare di SACE BT sono state adottate in una prospettiva di ritorno alla redditività e del raggiungimento del punto di pareggio nel 2011<sup>67</sup>.
- (78) Stando all'Italia, a partire dal 2009, SACE BT è stata soggetta a profonde trasformazioni relative ai processi organizzativi, gestionali e commerciali, che hanno ripristinato la redditività a lungo termine della società, permettendo di tornare agli utili nel 2011, in anticipo rispetto alle previsioni formulate nel piano industriale per il periodo 2011-2013. Date le mutevoli condizioni economiche e di mercato, il piano industriale di SACE BT per il periodo 2011-2013 è stato aggiornato per tener conto della crisi in corso e definire una serie di iniziative volte a migliorare ulteriormente la redditività (cfr. tabella 5). Il piano industriale aggiornato per il periodo 2011-2013 è stato approvato dal Consiglio di amministrazione di SACE BT il 24 novembre 2011. Il verbale della riunione del Consiglio di amministrazione del 24 novembre 2011 (cioè due anni dopo i conferimenti di capitale) fa riferimento all'obiettivo di migliorare gradualmente la redditività (misurata in termini di ROE) di modo da raggiungere la media del settore.

---

<sup>62</sup> Cfr. SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, punto 14, trasmessa il 5 marzo 2012, pag. 4.

\* Informazioni riservate.

<sup>63</sup> Per illustrare tale argomentazione l'Italia fa riferimento alla seguente causa della Corte: C-303/88, Raccolta 1991, pag. I-1433, - Italia/Commissione (“ENI/Lanerossi”), punto 21 (cfr. le osservazioni di SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 36).

<sup>64</sup> La gestione del rischio è esternalizzata alla società madre, SACE. Cfr. il punto (23).

<sup>65</sup> Cfr. SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, punto 19, trasmessa il 5 marzo 2012, pag. 6.

<sup>66</sup> [...].

<sup>67</sup> Cfr. le osservazioni di SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 33.

**Tabella 5: Dati finanziari di SACE BT presenti nel piano industriale 2010-2011 e nel piano aggiornato 2011-2013**

In milioni di EUR	Dati effettivi			Previsioni del piano industriale 2010-2011 approvato dal consiglio di amministrazione il 4 agosto 2009 <sup>68</sup>			Previsioni del piano industriale aggiornato 2011-2013 approvato dal consiglio di amministrazione il 24 novembre 2011 <sup>69</sup>		
	2008*	2009	2010	Revised budget 2009	Piano aziendale 2010	Piano aziendale 2011	2011 previsioni	2012 previsioni	2013 previsioni
Premi lordi <sup>70</sup>	99,7	95,2	94,6	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Spese tecniche sostenute da SACE (sinistri di competenza)	-70,6	-104,9	-59,8	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Spese generali	-36,1	-38,2	-37,3	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Saldo tecnico pre-riassicurazione	-63,0	-60,0	18,2	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Saldo tecnico post-riassicurazione	-39,3	-56,4	5,0	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Risultato ante imposte	-39,5	-47,3	-4,8	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
Risultato netto	-29,5	-34,1	-4,8	[ ≤ 0 ]	[ ≤ 0 ]	[ ≤ 0 ]	[...]	[...]	[...]
ROE lordo (%) <sup>71</sup>	n/d	-41,7%	-4,4%	n/d	n/d	n/d	[...]	[...]	[...]
ROE netto (%) <sup>72</sup>	-38,0%	-30,6%	-4,4%	n/d	n/d	n/d	[...]	[...]	[...]
<b>Loss Ratio (%)</b>	<b>131,0%</b>	<b>119%</b>	<b>67%</b>	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
<b>Cost ratio (%)</b>	<b>44,6%</b>	<b>43%</b>	<b>41%</b>	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]
<b>Combined ratio (%)</b>	<b>175,6%</b>	<b>163%</b>	<b>108%</b>	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]	[...]

\* include il ramo vita ceduto nel 2009.

(79) Nell'ultimo invio di documenti del 30 marzo 2012, l'Italia ha ribadito la non imputabilità delle misure allo Stato e la loro conformità con il criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato. In primo luogo, l'Italia ha spiegato che si trattava di decisioni adottate all'interno del gruppo per proteggere la reputazione del gruppo. In secondo luogo, l'Italia ha sostenuto che SACE agisce come un operatore di mercato e

<sup>68</sup> Previsioni presenti nel piano industriale 2010-2011, pag. 8, approvato dal consiglio di amministrazione di SACE BT il 4 agosto 2009 (cfr. allegato 4 - Verbale della riunione del consiglio di amministrazione di SACE BT, 4 agosto 2009, presentato il 9 giugno 2010).

<sup>69</sup> Previsioni presenti nel piano industriale aggiornato 2011-2013 pagg. 8 e 19, approvato dal consiglio di amministrazione di SACE BT il 24 novembre 2011 (cfr. allegato 8 - Verbale della riunione del consiglio di amministrazione di SACE BT, 24 novembre 2011, presentato il 30 marzo 2012).

<sup>70</sup> I premi lordi, a differenza dei premi al netto dei costi di riassicurazione, coprono anche una parte del rischio ceduto ai riassicuratori.

<sup>71</sup> ROE calcolato come Risultato ante imposte/Patrimonio netto, nell'ipotesi di utili non distribuiti e di dotazione di capitale di 108,7 milioni di EUR al 31 dicembre 2011.

<sup>72</sup> Calcoli della Commissione basati su rendiconti finanziari e previsioni per il periodo 2011-2013.

investe le proprie risorse nello sviluppo del ramo in cui opera, senza fare in alcun modo affidamento sul sostegno pubblico. Durante la crisi, la società madre, SACE, è rimasta redditizia e ha distribuito dividendi allo Stato. Per questo motivo, l'Italia ha osservato che SACE non ha mai ritenuto necessario elaborare un piano di ristrutturazione da presentare alla Commissione conformemente alla comunicazione della Commissione sul ripristino della redditività e la valutazione delle misure di ristrutturazione del settore finanziario nel contesto dell'attuale crisi in conformità alle norme sugli aiuti di Stato ("comunicazione sulle misure di ristrutturazione")<sup>73</sup>. Nemmeno l'Istituto nazionale per la vigilanza, l'ISVAP, ha sollevato obiezioni o richiesto particolari procedure dopo la ricapitalizzazione di SACE BT. Infine, l'Italia ha ricordato la sua valutazione, dalla quale è emerso che sarebbe stato molto difficile, all'epoca, trovare un potenziale acquirente per SACE BT.

- (80) L'Italia sostiene che la crisi di SACE BT non sia stata causata da processi interni, variazioni della domanda o altri fattori che imporrebbero un profondo ripensamento del modello commerciale (*business model*) ed una conseguente ristrutturazione, quanto piuttosto dal significativo incremento di sinistri innescato dalla crisi. Alla luce di questa situazione, l'Italia ha dichiarato che SACE ha deciso di concedere il capitale addizionale e introdurre le necessarie trasformazioni nell'organizzazione e nella gestione in piena autonomia e nell'ottica dell'investitore operante secondo logiche di mercato.

#### **IV. 5. Compatibilità dell'aiuto**

- (81) L'Italia e SACE hanno dedicato la maggior parte delle loro osservazioni alla decisione di avvio del procedimento all'argomentazione che le misure sono conformi al criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato e non sono imputabili allo Stato e che, di conseguenza, esse non comportano aiuti. Nel caso in cui la Commissione, tuttavia, avesse riscontrato che dette misure costituiscono aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato, SACE ha sostenuto che le misure dovrebbero essere riconosciute e dichiarate compatibili con il mercato interno<sup>74</sup>. Per quanto riguarda la seconda misura, SACE ritiene puramente speculativi i dubbi espressi dalla Commissione sulla compatibilità di tale misura<sup>75</sup>. Per quanto riguarda la terza e la quarta misura, SACE ha ribadito che in ogni caso sarebbe possibile giungere ad un giudizio positivo sulla loro compatibilità con il mercato interno, ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera b), del trattato, sulla base delle citate comunicazioni della Commissione<sup>76</sup>.

### **V. Valutazione delle misure**

#### **V. 1. Esistenza di aiuto ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato**

- (82) È necessario valutare se le quattro misure di cui alla sezione II.4 costituiscono aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato. Come stabilito

---

<sup>73</sup> GU C 195 del 19.8.2009, pag. 9.

<sup>74</sup> Cfr. le osservazioni di SACE trasmesse il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 52.

<sup>75</sup> Cfr. le osservazioni di SACE trasmesse il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pagg. 30-31.

<sup>76</sup> Cfr. le osservazioni di SACE trasmesse il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 47.

dall'articolo 107, paragrafo 1, del trattato, salvo deroghe contemplate dai trattati, sono incompatibili con il mercato interno, nella misura in cui incidano sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza.

- (83) Perché vi sia aiuto di Stato devono pertanto essere soddisfatte le seguenti condizioni: l'aiuto deve essere imputabile allo Stato e finanziato da uno Stato membro ovvero mediante risorse statali, l'aiuto comporta un vantaggio selettivo che favorisce talune imprese o talune produzioni e l'aiuto falsa o minaccia di falsare la concorrenza e può incidere sugli scambi tra Stati membri.
- (84) Essendo cumulative, tali condizioni devono risultare tutte soddisfatte affinché una misura sia considerata aiuto di Stato. Al contrario, se una delle condizioni non è soddisfatta, la misura oggetto della valutazione non può essere considerata aiuto di Stato.
- (85) Al punto (61) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha indicato che la porzione delle misure che soddisfa una delle due seguenti condizioni non costituisce un aiuto:
- a) il capitale e la riassicurazione destinati ai rischi non assicurabili sul mercato (al contrario dei rischi assicurabili sul mercato) (**il primo criterio di esclusione**); non esistendo infatti un mercato relativo ai rischi di questo tipo, il sostegno pubblico non falserebbe la concorrenza tra le compagnie di assicurazione e la qualifica di aiuto potrebbe essere esclusa;
  - b) la porzione di capitale destinato a SACE BT che era già implicitamente assegnato ai rischi (divenuti) assicurabili sul mercato all'interno di SACE (in quanto tale capitale, se trasferito a SACE BT assieme alle attività che sosteneva già presso SACE, rappresenterebbe la continuazione della stessa attività con il medesimo capitale sotto una forma giuridica diversa. Il trasferimento di tale capitale non costituirebbe pertanto un vantaggio a tali attività e la qualifica di aiuto potrebbe essere esclusa) (**il secondo criterio di esclusione**).
- (86) Per quanto riguarda il secondo criterio di esclusione, SACE ha confermato che nessun capitale è stato assegnato ai rischi non assicurabili sul mercato relativi agli Stati membri dell'UE-10, che sono divenuti rischi assicurabili sul mercato prima della creazione di SACE BT<sup>77</sup>. Quanto riferito è coerente con la linea di pensiero ribadita dall'Italia secondo cui la società era una *start-up* (cfr. anche i punti (96)-(100)).
- (87) Quanto al primo criterio di esclusione, in risposta alla richiesta della Commissione di distinguere tra rischi assicurabili sul mercato e rischi non assicurabili sul mercato<sup>78</sup>, SACE ha risposto che i volumi relativi delle attività non assicurabili sul mercato trattati da SACE BT sono molto modesti<sup>79</sup>. Inoltre, l'Italia ha affermato che SACE BT gestisce i rischi non assicurabili sul mercato a condizioni di mercato, cioè senza garanzia dello

---

<sup>77</sup> Osservazioni di SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 6-7.

<sup>78</sup> Cfr. il punto (64) della decisione di avvio del procedimento.

<sup>79</sup> Cfr. le osservazioni di SACE trasmesse il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 7.

Stato, e che tale attività non è soggetta alla limitazione stabilita dal CIPE ogni anno per i rischi non assicurabili sul mercato inferiori ai 24 mesi<sup>80</sup>.

- (88) La Commissione osserva che la comunicazione sul credito all'esportazione prevede che se gli Stati membri intendono sovvenzionare i propri rischi non assicurabili sul mercato devono introdurre una contabilità separata, al fine di dimostrare che non vi sia un flusso di aiuti destinati ai rischi assicurabili sul mercato. Nel caso di specie, nessuna delle misure di SACE era nello specifico diretta a sostenere la modesta attività relativa ai rischi non assicurabili sul mercato. L'Italia non ha fatto valere l'intenzione di sostenere le attività relative ai rischi non assicurabili sul mercato e ritiene che tutte le misure siano state accordate a SACE BT come un insieme unico (e non a un'attività specifica) e alle condizioni di mercato. L'Italia non contesta il fatto che tutte queste misure siano analizzate alla luce del criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato per individuare la presenza di un vantaggio.
- (89) La Commissione concorda con l'Italia e con SACE per quanto concerne il fatto che le esclusioni di cui ai capitoli 4.1.1. e 4.1.2. della decisione di avvio del procedimento non si applicano nel caso di specie. Di conseguenza, la qualifica di aiuto delle (porzioni delle) quattro misure non può essere esclusa in funzione di tali criteri di esclusione. L'intero capitale conferito a SACE BT, pari a 105,8 milioni di EUR (prima misura) e le altre misure nel loro insieme potrebbero costituire aiuti e sono pertanto soggetti a valutazione.

#### ***V.1.1. Presenza di un vantaggio***

##### ***V.1.1.1. Principi generali per la valutazione della presenza di un vantaggio***

- (90) Come indicato nei punti da (80) a (82) della decisione di avvio del procedimento, conformemente alla giurisprudenza consolidata, per stabilire se un conferimento di capitale assegna un vantaggio concorrenziale è necessario valutare se, in circostanze analoghe, un investitore privato operante in un'economia di mercato avrebbe fornito un apporto di capitale di tale entità<sup>81</sup> tenuto conto, in particolare, delle informazioni disponibili e degli sviluppi prevedibili alla data del conferimento<sup>82</sup>.
- (91) Il criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato dovrebbe essere applicato *ex-ante*; si dovrebbe cioè determinare se, all'epoca del progetto di investimento, vi fossero elementi che avrebbero convinto un investitore privato operante in un'economia di mercato a procedere a un conferimento di capitale di tale entità. Un investitore di questo tipo terrebbe in debita considerazione i rischi associati agli investimenti - e pretenderebbe una maggiore redditività dagli investimenti più rischiosi. Egli terrebbe conto dei vincoli previsti dal quadro normativo in vigore, per esempio nel settore dei servizi finanziari. Se i requisiti normativi specifici relativi a capitale minimo, liquidità e

---

<sup>80</sup> Cfr. il Ministero dell'Economia e delle Finanze – Risposta alla richiesta di informazioni, 15 settembre 2011, pag. 6.

<sup>81</sup> Causa C-261/89, *Commissione/Italia* (Raccolta 1991, pag. I-4437, punto 8); cause riunite da C-278/92 a C-280/92, *Spagna/Commissione*, citata, punto 21; causa C-42/93, *Spagna/Commissione* (Raccolta 1994, pag. I-4175, punto 13).

<sup>82</sup> Cfr. punti 3.1 e 3.2 della comunicazione sul credito all'esportazione, la comunicazione della Commissione sull'applicazione degli articoli 92 e 93 del trattato CE [oggi 107 e 108 del TFUE] alle partecipazioni pubbliche, Bollettino CE 9-1984 e la comunicazione della Commissione agli Stati membri sull'applicazione degli articoli 92 e 93 del trattato CE e dell'articolo 5 della direttiva 80/723/CEE della Commissione alle imprese pubbliche dell'industria manifatturiera (GU C 307 del 13.11.1993, pag. 3).

altri aspetti simili rendessero l'investimento non redditizio, un investitore operante in un'economia di mercato non procederebbe e non effettuerebbe investimenti che soddisfano i requisiti normativi ma che non garantiscono un adeguato livello di redditività.

- (92) Un investitore privato non si accontenta del fatto che un investimento non provochi perdite o produca soltanto profitti limitati. Un investitore operante in un'economia di mercato cercherebbe di massimizzare il rendimento delle sue attività, conformemente alle circostanze relative ai suoi interessi, anche nel caso di un investimento in un'impresa di cui detiene già una partecipazione<sup>83</sup>. Anche se il rendimento medio del settore è solo uno degli elementi che la Commissione può prendere in considerazione, un investitore prudente operante in un'economia di mercato, nel calcolo del livello congruo di redditività, pretenderebbe, in linea di principio, per il suo investimento, un rendimento minimo pari almeno al livello della redditività media del relativo settore<sup>84</sup>.
- (93) Secondo la giurisprudenza recente<sup>85</sup>, uno Stato membro che invoca il rispetto del criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato deve, in caso di dubbio, stabilire inequivocabilmente e sulla base di criteri oggettivi e prove verificabili che la misura attuata sia riconducibile alla sua qualità di azionista, dimostrando di aver agito a condizioni di mercato. A tal fine, può essere necessario produrre elementi di prova da cui emerga che la decisione si è basata su valutazioni economiche analoghe a quelle che, nelle circostanze della specie, un investitore privato razionale che si fosse trovato in una situazione la più analoga possibile a quella dello Stato membro avrebbe fatto accertare, prima di procedere all'investimento, al fine di determinare la redditività futura dell'investimento stesso. Ai fini dell'applicazione del criterio dell'investitore privato, gli unici elementi di prova pertinenti sono le informazioni che erano disponibile e gli sviluppi che erano prevedibili al momento in cui è stata presa la decisione di effettuare l'investimento. Ciò vale in particolare quando, come nel caso di specie, la Commissione cerca di stabilire se vi sia stato un aiuto di Stato in relazione a un investimento che non le è stato notificato e che, al momento in cui la Commissione svolge il suo esame, è già stato effettuato dallo Stato membro interessato.
- (94) La Commissione, al momento della valutazione del rispetto del criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato, deve operare una valutazione globale prendendo in considerazione, oltre agli elementi forniti dallo Stato membro stesso, qualsiasi altro elemento pertinente che le consenta di accertare se la misura in questione sia riconducibile alla sua qualità di azionista che agisce come un investitore operante in un'economia di mercato, o a quella di potere pubblico. In particolare, possono risultare pertinenti a tale riguardo, la natura e l'oggetto di tale misura, il contesto in cui essa si colloca, nonché l'obiettivo perseguito e le regole cui la misura stessa sia soggetta<sup>86</sup>.

---

<sup>83</sup> Cfr. sentenza del 6 marzo 2003 nelle cause T-228/99 e T-233/99, *WestLB e Land Nordrhein-Westfalen contro Commissione*, punto 314.

<sup>84</sup> Cfr. sentenza del 6 marzo 2003 nelle cause T-228/99 e T-233/99, *Westdeutsche Landesbank Girozentrale/Commissione* (Raccolta 2003, pag. II-435, punti 254, 255 e 270).

<sup>85</sup> Cfr. sentenza del 5 giugno 2012 nella causa C-124/10 P, *Commissione/Électricité de France (EDF)* (Raccolta I, pag. 0000, punti 82-84 e 105).

<sup>86</sup> Cfr. la sentenza del 5 giugno 2012 nella causa C-124/10 P, *Commissione/Électricité de France (EDF)* (Raccolta I, pag. 0000, punto 86).

### V.1.1.2. *Presenza di un vantaggio nella prima misura*

- (95) Nei punti (95) e (96) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha espresso dubbi sul fatto che la prima misura potesse soddisfare il criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato. In tale decisione, la Commissione ha indicato che il parametro che va verificato a tale riguardo è la redditività dell'investimento prevista dal piano industriale. In effetti, secondo la giurisprudenza e la prassi consolidate<sup>87</sup> la società madre, SACE, aveva la possibilità, analogamente ad un investitore operante in un'economia di mercato in circostanze analoghe, di non assegnare il capitale, ma destinarlo ad altre attività o restituirlo allo Stato sotto forma di dividendi.
- (96) È opportuno osservare che SACE ha applicato un sistema contabile separato per i rischi assicurabili sul mercato nel periodo tra la data in cui i rischi sono diventati automaticamente assicurabili sul mercato (1° maggio 2004) e la data in cui è stata istituita SACE BT (27 maggio 2004) (cfr. tabella 1 al punto (19) della decisione di avvio del procedimento). Tuttavia, nessuna attività, passività e nessun contratto sono stati trasferiti dal conto consolidato separato a SACE BT (i contratti relativi ai rischi assicurabili sul mercato contabilizzati nella contabilità separata hanno avuto termine a seguito della scadenza naturale dei contratti di assicurazione o attraverso la risoluzione dei contratti in essere e i rischi assicurabili sul mercato sono stati progressivamente coperti con nuovi contratti di assicurazione da SACE BT<sup>88</sup>). L'attività di quest'ultima è stata avviata ex novo.
- (97) Inoltre, è necessario sottolineare che SACE BT è stata creata per concentrarsi su nuove attività commerciali, che non erano precedentemente coperte da SACE. Prima della creazione di SACE BT e del conferimento del relativo capitale iniziale, già alla fine del 2003, SACE era alla ricerca di esperti esterni che confermassero e analizzassero meglio le opportunità commerciali individuate da SACE per penetrare nel segmento dei rischi assicurabili sul mercato. Le principali opportunità sono state individuate nei segmenti di mercato in cui i principali operatori del mercato assicurativo del credito non erano ancora presenti all'epoca, ossia l'erogazione dell'assicurazione del credito in Italia per i crediti nazionali e l'assicurazione del credito all'esportazione per le aziende italiane, soprattutto le PMI, che esportavano verso paesi con rischi assicurabili sul mercato.
- (98) Inoltre, il piano industriale di SACE BT si basava su un'analisi comparativa (*benchmarking*) del mercato e prevedeva la creazione ex novo della struttura societaria, piuttosto che la continuazione di attività commerciali del passato. In altre parole, il piano industriale non si basava sui risultati conseguiti (né sulla ristrutturazione di attività commerciali precedenti), ma è stato elaborato ex novo.

---

<sup>87</sup> Per quanto riguarda il confronto tra l'intervento dello Stato e lo scenario alternativo dell'interruzione delle attività e dei costi che tale scelta avrebbe implicato, cfr. le sentenze del 28.2.2003, *Gröditz* (Raccolta 2003, pag. I-1139, C-334/99, punti 133-141) e del 14.9.1994, *Regno di Spagna/Commissione delle Comunità europee* (Raccolta 1994, pag. I-04103, cause riunite C-278/92, C-279/92 e C-280/92, punti 21-22).

<sup>88</sup> Cfr. pag. 41 dell'allegato 22 – Rendiconti finanziari di SACE al 31.12.2004, presentazione dell'Italia del 12 febbraio 2008: “*Detta “gestione” si è conclusa nel corso dell’anno, sia in seguito alla naturale scadenza dei contratti assicurativi che prevedevano la copertura dei rischi di mercato, sia mediante disdetta dei contratti in essere. I rischi in argomento sono stati progressivamente assunti con nuovi contratti dalla società partecipata SACE BT S.p.A., costituita in data 27 maggio 2004.*”

- (99) Ne consegue che SACE BT non rappresenta la prosecuzione di un'attività esistente all'interno di SACE, ma il risultato di una decisione di costituire una *start-up* e sviluppare un'attività economica che non veniva svolta in seno a SACE.
- (100) È pertanto possibile concludere che gli elementi di fatto forniti dall'Italia e da SACE nell'ambito del procedimento di indagine formale consentono alla Commissione di concludere che SACE BT è stata costituita come *start-up* e che non rappresentava la mera prosecuzione di attività già svolte all'interno di SACE.
- (101) La Commissione ritiene che il piano industriale preparato per una *start-up* dovrebbe basarsi su un'attenta analisi delle opportunità aziendali offerte dal mercato in cui la *start-up* si propone di operare e sul probabile rendimento previsto e dovrebbe dimostrare che quest'ultimo è tale da indurre l'investitore a procedere all'investimento iniziale.
- (102) Tuttavia, è normale che vi sia un certo grado di incertezza e quindi un qualche margine di adeguamento e perfezionamento del perimetro operativo e delle previsioni finanziarie. Ciò è particolarmente vero nei primi anni di attività di un'impresa. Per definizione, le nuove imprese non hanno una storia di rendimento finanziario su cui basare una valutazione e l'investitore deve elaborare un metodo che permetta di valutare l'impresa sulla base di imprese paragonabili (*benchmarking*) e previsioni finanziarie. Poiché le imprese giovani possono necessitare di un certo tempo per diventare redditizie, per valutare una *start-up* è opportuno concentrarsi sulle attività in grado di generare utili adeguati in futuro.
- (103) Vi sono sufficienti elementi di fatto che confermano che, prima di decidere di creare SACE BT e di assegnarle il capitale iniziale, SACE ha condotto un'analisi del mercato in cui SACE BT avrebbe operato. I risultati delle discussioni iniziali e i primi elementi del piano industriale per lo sviluppo delle attività di SACE per gli anni 2004-2006 sono stati presentati alle riunioni del Consiglio di amministrazione di SACE<sup>89</sup> del 21 novembre e del 3 dicembre 2003<sup>90</sup>. Nel corso della riunione del 21 novembre 2003, il Consiglio di amministrazione di SACE ha discusso le nuove direzioni di sviluppo e la possibilità di operare nel settore dell'assicurazione del credito a breve termine nei paesi dell'OCSE, sulla base di uno studio preparato da un consulente esterno e da SACE, concludendo che per i rischi assicurabili sul mercato, investimenti, risorse e obiettivi dovevano essere definiti in base a uno studio di fattibilità<sup>91</sup>.
- (104) Successivamente, il compito di elaborare il piano industriale è stato assegnato a un consulente esterno considerato affidabile. Fra i compiti del consulente vi erano quelli di individuare le opportunità legate in particolare ai rischi a breve termine nei paesi dell'OCSE (in cui SACE aveva valutato l'entità del mercato a 2,5-5 miliardi di EUR<sup>92</sup>) e di stabilire le modalità operative per una nuova impresa.

---

<sup>89</sup> All'epoca Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero – SACE.

<sup>90</sup> Cfr. gli allegati n. 10 e 11, SACE – Risposta alla richiesta di informazioni del 5 marzo 2012.

<sup>91</sup> Cfr. l'allegato 10 - Verbale della riunione del consiglio di amministrazione dell'Istituto per i servizi assicurativi del commercio estero, 21 novembre 2003, pagg. 5-7, presentato dall'Italia, il 5 marzo 2012.

<sup>92</sup> Cfr. l'allegato 10 – Presentazione del consiglio di amministrazione: Valutare il mercato potenziale di SACE per definirne gli spazi di crescita possibili, 21 novembre 2003 pag. 43, presentata dall'Italia il 5 marzo 2012.

- (105) Nella lettera di invito del 17 dicembre 2003, si affermava chiaramente che la *start-up* non avrebbe potuto contare su alcun sostegno statale, né diretto (sostegno finanziario) né indiretto (utilizzando le risorse stanziare per i rischi non assicurabili sul mercato)<sup>93</sup>.
- (106) Il piano industriale iniziale presentato il 18 maggio 2004 conteneva un *benchmarking*<sup>94</sup> delle prassi di mercato (basato soprattutto sui principali operatori del mercato) relativamente a previsioni su prezzi, oneri relativi ai sinistri e altri rapporti di costi, nonché dettagli sulle modalità di costituzione e gestione dell'azienda, conformemente alle prassi di mercato. Il piano avrebbe potuto costituire una base solida per conformare le attività di una *start-up* alle prassi di mercato.
- (107) Alla luce di quanto precede, la Commissione conclude che le procedure e le iniziative adottate da SACE prima di prendere la decisione di investire il capitale iniziale in SACE BT sono state conformi alle prassi di mercato seguite in circostanze analoghe. Segnatamente, prima di decidere in merito all'investimento, SACE ha commissionato uno studio di fattibilità a un consulente esterno e prima di procedere all'investimento ha attentamente valutato e individuato le significative opportunità di crescita nel mercato dell'assicurazione del credito in Italia e di ulteriore espansione nei mercati dell'Europa centrale e dell'Est o in altri servizi connessi all'assicurazione del credito.
- (108) Per quanto riguarda il periodo di tempo limitato delle previsioni finanziarie contenute nel piano industriale iniziale (vale a dire solo il quadriennio 2005-2008) e la redditività limitata fissata come obiettivo al termine di tale periodo, la Commissione osserva che ciò è dovuto al fatto che alcuni degli elementi chiave dovevano ancora essere perfezionati e che il piano conteneva previsioni finanziarie riguardanti soltanto una parte delle attività previste (prima direttrice, cfr. punto (48)).
- (109) In tale contesto, la Commissione rileva che il piano industriale aggiornato, adottato formalmente dal Consiglio di amministrazione di SACE solo un mese dopo l'inizio delle attività di SACE BT, ha modificato alcune delle ipotesi iniziali, esteso le previsioni finanziarie di un anno, fino al 2009, e presentato stime del fabbisogno in termini di capitale e del rendimento relative al ramo dell'assicurazione del credito sviluppato in modo endogeno (prima direttrice). Per tale ramo, il fabbisogno è stato stimato a 40,3 milioni di EUR a fronte dei premi previsti, mentre il relativo rendimento atteso per il 2009 risultava pari a 4,8 milioni di EUR e il ROAE pari al 12,1%. La nota di accompagnamento destinata al Consiglio di amministrazione indicava chiaramente l'espansione dell'attività verso il mercato delle cauzioni e delineava lo scenario evolutivo relativo ad altre opportunità di crescita esterna nei settori che presentavano opportunità di sinergie con l'attività dell'assicurazione del credito di SACE BT, in un'ottica di allineamento del rendimento dell'intero investimento in conto capitale in SACE BT ai parametri di riferimento del mercato. Nel documento si affermava che l'analisi era preliminare e che necessitava di un'ulteriore elaborazione in fase di redazione del piano industriale aggiornato ai fini della regolamentazione (prevista per febbraio/marzo 2005).

---

<sup>93</sup> Cfr. l'allegato 1 della SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, 15 settembre 2011, pag. 7.

<sup>94</sup> Valutazione o controllo rispetto a un parametro di riferimento (uno standard o punto di riferimento a fronte del quale è possibile operare un raffronto o una valutazione).

- (110) L'Italia e SACE hanno altresì fornito documenti che dimostrano che il piano è stato oggetto di un riesame permanente. Ciò dimostra che il piano era effettivamente seguito e utilizzato dagli organi di gestione e aggiornato regolarmente sulla base delle nuove informazioni. Questa pratica sembra essere conforme a quella tipicamente seguita per le *start-up*, in cui la valutazione della redditività futura è incerta e deve essere adeguata dopo il varo delle attività.
- (111) Per quanto riguarda le altre direttrici di sviluppo, vale a dire l'espansione delle operazioni di SACE BT attraverso acquisizioni ("strategia di crescita esterna"), la Commissione osserva che la società ha individuato in una fase iniziale, con l'aiuto di un consulente esterno ritenuto affidabile (cfr. il punto (113)), le opportunità offerte da altri segmenti di mercato che presentavano significative sinergie rispetto all'attività fondamentale di assicurazione del credito (comprese potenziali acquisizioni). Data la struttura concentrata del mercato nell'Europa occidentale, SACE ha valutato la possibilità di espandersi nei mercati dell'Europa centrale e dell'Est in cui, all'epoca, i tre principali operatori dell'assicurazione del credito erano significativamente meno presenti rispetto all'Europa occidentale.
- (112) La Commissione osserva che, anche se SACE BT ha ricevuto un capitale più ingente di quello necessario per la crescita organica del suo ramo dell'assicurazione del credito (prima direttrice), l'Italia e SACE hanno fornito documenti che dimostrano che prima della costituzione di SACE BT, il 27 maggio 2004, SACE aveva già preso in considerazione ed analizzato l'espansione nazionale e internazionale di SACE BT (rispettivamente, seconda e terza direttrice).
- (113) In particolare, la seconda e la terza direttrice sono state prese in considerazione nella lettera del 17 dicembre 2003 (cfr. i punti (52) e (53)), in cui il consulente esterno, oltre ad essere invitato ad analizzare la crescita endogena di SACE, ha ricevuto l'incarico di valutare un'eventuale collaborazione con altre entità, italiane o estere (ad esempio, la collaborazione con uno dei più grandi operatori del mercato, la collaborazione con un operatore secondario (per esempio CESCE, Spagna o OND, Belgio) e la collaborazione con un operatore italiano attivo in un altro segmento di mercato o in un altro settore finanziario). Inoltre, nel marzo 2004, il consulente esterno aveva già fornito alcune analisi supplementari relative al mercato italiano delle informazioni commerciali, al mercato italiano del recupero crediti e ai suoi principali operatori e al mercato assicurativo del credito nell'Europa centrale e orientale (supplementi al piano industriale). Pertanto, anche se all'epoca in cui la prima misura è stata concessa non erano state effettuate previsioni finanziarie precise relative alla redditività prevista associata all'espansione verso altri servizi in Italia e in altri mercati geografici per mezzo di acquisizioni, SACE aveva già fatto preparare da un consulente esterno dotato di buona reputazione un'analisi a sostegno dell'individuazione di potenziali obiettivi.
- (114) La Commissione riconosce che era ragionevole aspettarsi un ulteriore consolidamento degli operatori di mercato minori, nonché la probabile privatizzazione degli assicuratori del credito dell'Europa centrale e dell'Est. Essa comprende anche le difficoltà incontrate da SACE, nonostante il metodo iterativo utilizzato, per valutare con precisione in termini monetari l'importo di capitale da destinare alle future acquisizioni e i rendimenti che tali operazioni avrebbero reso possibili, prima che il titolare del potenziale obiettivo si decidesse a vendere e che fossero valutati i rendimenti attesi associati a tali obiettivi.

- (115) Alla luce delle considerazioni di SACE formulate prima dell'investimento e dell'analisi dettagliata chiesta al consulente esterno affidabile, che ha individuato in via preliminare i potenziali obiettivi, la Commissione può condividere l'affermazione dell'Italia e di SACE secondo cui al momento di investire il capitale in SACE BT, SACE aveva già preso in considerazione i piani di acquisizione, pur senza poter valutare la loro redditività e le sinergie attese, non potendo avere accesso ai dati interni dei potenziali obiettivi o conoscerne il prezzo di vendita.
- (116) In considerazione dell'articolata strategia di acquisizione, comune al settore e prevista da SACE, la Commissione condivide anche l'argomentazione dell'Italia e di SACE secondo la quale il capitale da utilizzare per le acquisizioni future può essere paragonato a quello in un fondo di *equity*. In effetti, in un fondo di *equity* solo il tasso di rendimento previsto può essere definito in linea con i parametri di riferimento di mercato (nella fattispecie approssimando il tasso di rendimento richiesto a quello dei tre principali operatori dell'assicurazione del credito che si sono espansi tramite acquisizioni), mentre per una valutazione più specifica si attende il momento dell'investimento, quando si presenta l'opportunità. L'investimento dell'intero capitale può anche subire ritardi.
- (117) In termini di redditività derivante da acquisizioni, la Commissione osserva che prima di effettuare le acquisizioni è stato sempre consultato un esperto esterno. Per quanto riguarda Assedile, il prezzo offerto era inferiore al prezzo (per la prima acquisizione del 70% della partecipazione in Assedile) o compreso entro la forchetta di prezzo (per l'acquisizione combinata del 100% di Assedile) proposti dal consulente esterno<sup>95</sup>. Tuttavia, per quanto riguarda gli investimenti in KUP del 2007, effettuati in collaborazione con SA Ducroire, il prezzo pagato è stato superiore del 5% alla valutazione effettuata dal consulente (Rothschild). D'altra parte, subito dopo aver compreso che la redditività di KUP non avrebbe potuto essere ripristinata, SACE BT ha dismesso l'investimento<sup>96</sup>. Il 25 febbraio 2009 SACE BT ha ceduto la propria partecipazione in KUP a SA Ducroire in perdita, per ridurre al minimo le perdite future<sup>97</sup>.
- (118) La Commissione rileva inoltre che SACE, essendo un'azienda che opera nel settore dell'assicurazione del credito all'esportazione a lungo termine, possiede una certa

---

<sup>95</sup> Il prezzo complessivo pagato per il 100% di Assedile è stato pari a 41,8 milioni di EUR, a fronte di un range di prezzo fornito dal consulente compreso tra 41,2 e 44,7 milioni di EUR (cfr. le osservazioni di SACE S.p.A. presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 20, e il relativo allegato 11). Per quanto riguarda l'acquisizione iniziale del 70% di Assedile, il prezzo versato è stato addirittura inferiore alla forchetta di prezzo valutato: 27 milioni di EUR per il 70%, corrispondente a 38,5 milioni di EUR per l'intera società. Il prezzo per l'acquisizione del rimanente 30% di Assedile, avvenuta il 6 marzo 2008, è stato determinato sulla base di una nuova valutazione di Assedile, come previsto dai patti parasociali conclusi alla data dell'acquisto del 70% della società (30 settembre 2005). Il prezzo corrispondeva ad un valore di circa 41,8 milioni di EUR per il 100% della società. Nel 2008 SACE BT ha quindi pagato la rimanente quota di 14,8 milioni di EUR (cfr. SACE - Risposta alla richiesta di informazioni, 15 settembre 2011, pagg. 10-11).

<sup>96</sup> Secondo il rapporto annuale 2008 SACE BT (cfr. pagg. 22-23), la crisi globale dei mercati ha reso opportuno il ripensamento della strategia di espansione internazionale e l'orientamento verso il mercato nazionale. Alla luce dei risultati inferiori alle aspettative conseguiti da KUP e della situazione economica in Europa orientale, il Consiglio di amministrazione ha ritenuto che gli importi investiti non sarebbero stati recuperati.

<sup>97</sup> SACE BT ha registrato una perdita di 2,2 milioni di EUR, rispetto al valore di acquisto di 13,3 milioni di EUR. Alla fine del 2009, Ducroire ha contabilizzato una svalutazione di 12,3 milioni di EUR della propria partecipazione in KUP del 66% (per la quale ha pagato 13,3 milioni di EUR per il 33% e ulteriori 11,1 milioni di EUR per SACE BT = 24,4 milioni di EUR), cfr. le osservazioni di SACE, del 5 maggio 2011 alla pag. 22 e relazione annuale 2009 Ducroire, pag. 28.

conoscenza del mercato in materia di rischio dell'assicurazione del credito. Essa pertanto non ha investito senza conoscere il settore.

- (119) In sintesi, la Commissione osserva che il piano aziendale è stato redatto a priori e con l'aiuto di un consulente esterno affidabile che ha analizzato le nuove opportunità di mercato che si presentavano a SACE prima della creazione di SACE BT. Inoltre, l'investimento era chiaramente destinato a una *start-up* ed è stato sostenuto da un piano basato su *benchmarking* dettagliato delle prassi di mercato, in particolare in termini di costi e prezzi, in cui sono state adeguatamente identificate le opportunità commerciali di crescita e sviluppo. Infine, come argomentazione supplementare, il rendimento della *start-up* è stato oggetto di un attento monitoraggio da parte della società madre e di adeguamenti tempestivi nei suoi primi anni di attività.
- (120) Tenuto conto di tutte le circostanze esposte e segnatamente del livello di redditività che era ragionevole attendersi dalla seconda e dalla terza direttrice di attività di SACE BT, oggetto all'epoca di un'analisi approfondita, è possibile concludere che l'aspettativa che l'investimento iniziale, cioè la prima misura, registrasse un rendimento congruo era realistica e in linea con le prassi di mercato.
- (121) Di conseguenza, si può concludere che, quando SACE ha proceduto alla dotazione iniziale di capitale a favore di SACE BT, essa ha preteso (come dimostrano i verbali e le note destinate al Consiglio di amministrazione), e avrebbe potuto ragionevolmente aspettarsi, un livello sufficiente di rendimento dell'investimento.
- (122) In conclusione, la Commissione ritiene che la prima misura non abbia conferito un vantaggio a SACE BT. Essa non si configura pertanto come aiuto e gli altri criteri richiesti per la qualifica di aiuto di Stato non devono essere valutati.

#### ***V.1.1.3. Presenza di un vantaggio nella seconda misura***

- (123) Al punto (100) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha espresso dubbi sul fatto che la riassicurazione da parte degli operatori di mercato e della società madre, SACE, siano state fornite a condizioni comparabili. La riassicurazione indirettamente operata dallo Stato (cioè tramite SACE, un assicuratore pubblico del credito all'esportazione) risulta avere creato artificialmente le capacità che non sarebbero state disponibili sul mercato privato. Inoltre, al punto (103) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione non ha escluso che la seconda misura abbia arrecato un vantaggio a SACE BT.
- (124) L'Italia e SACE non hanno fornito nuovi elementi di fatto che avrebbero potuto modificare la valutazione preliminare di cui alla decisione di avvio del procedimento.
- (125) Ai sensi del punto 4.2 della comunicazione sul credito all'esportazione, agli Stati membri è stato chiesto di interrompere l'erogazione di determinati tipi di aiuti di Stato entro un anno dalla pubblicazione della comunicazione e tra tali aiuti rientrava la riassicurazione operata dallo Stato, direttamente o indirettamente tramite un altro assicuratore del credito all'esportazione pubblico o a sostegno pubblico, a condizioni più favorevoli di quelle offerte dal mercato riassicurativo privato, con la conseguenza o di riassicurare a un prezzo eccessivamente basso o di creare artificialmente capacità che non fossero disponibili sul mercato privato (punto 4.2, lettera f)). Al punto 4.2 si stabiliva inoltre che gli accordi di riassicurazione complementari in vigore rimanevano

autorizzabili per un periodo transitorio a condizione che, tra l'altro, la riassicurazione di Stato rappresentasse un elemento minoritario della copertura riassicurativa generale dell'assicuratore e la riassicurazione di Stato per i rischi assicurabili sul mercato fosse disponibile per tutti gli assicuratori del credito in grado di soddisfare i comuni requisiti prescritti. È evidente che queste ultime disposizioni non risultano soddisfatte nel caso in questione, in quanto lo Stato si è fatto carico della maggior parte della copertura riassicurativa e non ha posto in essere un regime aperto a tutti gli assicuratori del credito.

- (126) Nel valutare l'esistenza di un vantaggio, la Commissione dimostrerà in primo luogo che la misura non avrebbe potuto essere ottenuta dal resto del mercato. In secondo luogo, essa dimostrerà che SACE non ha agito come un riassicuratore privato. In terzo luogo, essa dimostrerà che il fatto che SACE fosse la società madre di SACE BT non consente di concludere che SACE abbia agito come avrebbe fatto un'impresa privata in una situazione analoga. In quarto luogo, la Commissione dimostrerà che la copertura riassicurativa fornita da SACE ha fornito un vantaggio a SACE BT.
- (127) La Commissione osserva che, al fine di rinnovare i trattati di riassicurazione relativi ai rischi assicurabili sul mercato per il 2009, il 30 gennaio 2009 SACE BT è riuscita a ottenere dal mercato il 25,85% della riassicurazione in eccesso di sinistro<sup>98</sup>. Vari operatori di mercato sono stati contattati, ma hanno declinato l'invito a fornire la riassicurazione per la restante parte, a dispetto della sua presunta redditività (16 operatori hanno deciso di non partecipare). Di conseguenza, *“dopo numerosi tentativi di raggiungere un accordo con il mercato”*<sup>99</sup>, SACE BT ha deciso di ottenere la parte rimanente della riassicurazione in eccesso di sinistro da SACE. SACE ha sottoscritto il 74,15% della riassicurazione in eccesso di sinistro il 5 giugno 2009, alle stesse identiche condizioni di priorità, portata e tasso praticate dai cinque riassicuratori privati. È quindi evidente che il 74,15% della copertura riassicurativa del tipo in eccesso di sinistro messo a disposizione da SACE non avrebbe potuto essere ottenuto dal resto del mercato<sup>100</sup>.
- (128) Per verificare se tale misura costituisce un vantaggio, è opportuno anche verificare se, concedendola, SACE non abbia agito come avrebbe fatto un assicuratore privato in circostanze analoghe. La Commissione osserva che l'Italia e SACE, nel 2009, hanno riconosciuto che la crisi finanziaria mondiale si era ripercossa in misura significativa sul mercato mondiale della riassicurazione, determinando un peggioramento delle condizioni della riassicurazione. Di conseguenza, alcuni riassicuratori privati hanno significativamente ridotto la capacità di assicurazione del credito, diminuendo le attività in tale ramo e riorientandole verso altri rami più redditizi, incidendo in questo modo sulla disponibilità assicurativa e riassicurativa del credito sul mercato. In secondo luogo, la difficile situazione finanziaria e il fatto che vari riassicuratori privati coinvolti nelle discussioni sul rinnovo della copertura riassicurativa di SACE BT avessero espresso timori in merito alla situazione della società hanno fatto sì che SACE BT non riuscisse a reperire la copertura riassicurativa sul mercato. SACE BT aveva registrato perdite significative nel 2008 (circa 29,5 milioni di EUR) e tale posizione di debolezza

---

<sup>98</sup> Come comunicato dalle autorità italiane in data 8 aprile 2010 (pag. 5, paragrafo 2), la copertura riguardava soltanto i rischi assicurabili sul mercato.

<sup>99</sup> Cfr. l'allegato n. 14 – ISVAP: Verbale degli accertamenti ispettivi effettuati presso SACE BT, 11.10.2010), pag. 55, presentato dall'Italia, 5 marzo 2012.

<sup>100</sup> [...].

comportava rischi di riassicurazione maggiori<sup>101</sup>. Il comportamento dei riassicuratori che hanno partecipato alla riassicurazione dimostra che un riassicuratore privato avrebbe assunto soltanto una porzione limitata di tale riassicurazione rischiosa, in assenza di una commissione significativamente più elevata. Un riassicuratore privato non avrebbe mai accettato di coprire una porzione di copertura così elevata, pari al 74%, e alle stesse condizioni chieste dai riassicuratori per una porzione di copertura riassicurativa molto più limitata. Un investitore raziocinante avrebbe preteso una commissione che rispecchiasse il maggior livello di rischio assunto<sup>102</sup>. Pertanto, la commissione applicata da SACE avrebbe dovuto essere in realtà superiore a quella applicata dai cinque riassicuratori privati per una porzione di copertura riassicurativa molto più bassa<sup>103</sup>. La Commissione ritiene quindi che l'importo dell'aiuto presente nella seconda misura corrisponda alla differenza tra la commissione di riassicurazione che un riassicuratore privato avrebbe applicato per tale elevata porzione di riassicurazione e quella sostenuta da SACE BT. In linea con la prassi decisionale della Commissione<sup>104</sup>, la Commissione ritiene che la commissione relativa a tale elevata porzione di riassicurazione e di rischio debba essere superiore almeno del 10% a quella applicata dai riassicuratori privati in relazione alla porzione inferiore di riassicurazione e di rischio. Per un importo di 1,56 milioni di EUR pagati da SACE BT a SACE, l'aiuto ammonta a 156 000 EUR. Infine, la Commissione rileva che l'attribuzione di questa elevata porzione di riassicurazione a una singola società potrebbe non essere conforme ai principi generali della società di riassicurazione, che prevedono che *“il numero dei riassicuratori partecipanti ai trattati dovrà essere tale da garantire un'adeguata ripartizione del rischio”*<sup>105</sup>. Per le summenzionate ragioni, la Commissione conclude che SACE non ha agito come un riassicuratore privato.

- (129) Relativamente ai dubbi relativi al fatto che una società madre avrebbe fornito una porzione così cospicua di riassicurazione in una situazione in cui la controllata non fosse stata in grado di trovare sul mercato una copertura riassicurativa sufficiente al prezzo proposto, va osservato che tale contratto di riassicurazione aumenta l'esposizione della società madre nei confronti delle operazioni della controllata. Nel caso di specie, nel 2009 SACE si è trovata in una situazione in cui necessitava di un'ingente ricapitalizzazione e riassicurazione. La decisione di concedere tale misura va pertanto analizzata in parallelo con la concessione della terza e della quarta misura. In effetti, la seconda, la terza e la quarta misura sono state prese in considerazione dal Consiglio di amministrazione di SACE già il 26 maggio 2009<sup>106</sup>, in un'ottica di sostegno

---

<sup>101</sup> [...].

<sup>102</sup> Cfr. il punto (93) della decisione C(2011) 7756 def. della Commissione del 23.11.2011 nel caso SA.27386 (C 28/2010) – Regime di assicurazione del credito all'esportazione a breve termine – Portogallo, non ancora pubblicata.

<sup>103</sup> Cfr. il punto (68) della decisione C(2011) 7756 def. della Commissione del 23.11.2011 nel caso SA.27386 (C 28/2010) – Regime di assicurazione del credito all'esportazione a breve termine – Portogallo, non ancora pubblicata.

<sup>104</sup> Nel caso del regime di assicurazione del credito all'esportazione a breve termine – Portogallo (decisione C(2011) 7756 def. della Commissione del 23.11.2011 nel caso SA.27386 (C 28/2010), punto (93), non ancora pubblicata), la Commissione ha messo a punto un metodo per il calcolo della somma da recuperare (spiegato nell'allegato di detta decisione) sulla base di ipotesi ragionevoli e prassi di mercato comuni. In base a tale metodo, il prezzo di mercato teorico della copertura concessa dallo Stato è pari al 110% del prezzo (in termini di tasso di premio) applicato dall'assicuratore privato, nel caso di ogni singolo cliente.

<sup>105</sup> [...].

<sup>106</sup> All'epoca, la società madre, SACE, era già a conoscenza delle notevoli perdite che SACE BT aveva registrato nel primo trimestre del 2009.

a SACE BT<sup>107</sup>. Come verrà concluso nella valutazione di tali misure, un investitore privato non avrebbe proceduto a queste ricapitalizzazioni, ma avrebbe lasciato fallire la società. Si deve quindi concludere che una società madre privata non avrebbe proceduto alla concessione della seconda misura, che ha causato una sua esposizione ancora maggiore verso la controllata.

- (130) Infine, per quanto concerne il sospetto che la riassicurazione abbia fornito un vantaggio a SACE BT, come ha riconosciuto la stessa SACE (cfr. il punto (70)), la misura ha permesso a SACE BT di aumentare la propria capacità di assicurazione del credito, mettendola nella condizione di sottoscrivere più contratti di quanto avrebbe potuto fare altrimenti. In alternativa, senza tale misura, SACE BT avrebbe dovuto sostenere i rischi in oggetto facendo affidamento soltanto sulla propria situazione patrimoniale ed esponendo il proprio capitale a rischi maggiori, per ottenere tale riassicurazione, offrire un premio maggiore almeno del 10% (cfr. il punto (128)). La misura ha quindi permesso a SACE BT di ottenere una copertura riassicurativa ad un prezzo inferiore, consentendole di stipulare molti più contratti di assicurazione di quanto avrebbe potuto fare senza la riassicurazione di SACE e di esporre le proprie risorse ad un rischio inferiore.
- (131) La Commissione conclude che la seconda misura ha conferito a SACE BT un vantaggio corrispondente alla differenza tra la commissione effettivamente corrisposta da SACE BT e quella, superiore di almeno il 10%, che un riassicuratore privato avrebbe preteso, tenendo conto del livello più elevato di rischio assunto.

#### ***V.1.1.4. Presenza di un vantaggio nella terza e quarta misura***

- (132) Al punto (107) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha espresso dubbi sul fatto che un operatore economico privato avrebbe investito gli importi in oggetto in SACE BT. Come hanno ammesso le autorità italiane, la terza e la quarta misura sono andate a coprire il fabbisogno di capitale di SACE BT per rimediare agli effetti della crisi finanziaria<sup>108</sup>. Nel materiale da sottoporre alla discussione del Consiglio di amministrazione di SACE BT nella riunione del 31 marzo 2009 si parla, a proposito di SACE BT, della “*necessità di una ricapitalizzazione fino a € 70 mln per ricostituire adeguati attivi a copertura delle riserve a fine 2009*”<sup>109</sup>. Lo stesso documento riporta che già alla fine del primo semestre del 2009 gli attivi a copertura delle riserve erano insufficienti. Alla fine di giugno 2009 il fabbisogno era pari a 23 milioni di EUR e alla fine del 2009 aveva raggiunto i 68 milioni di EUR. La decisione di avvio del procedimento indica che SACE BT non sarebbe stata in grado di coprire le perdite registrate alla fine del 2008 e che in quel momento i suoi attivi non erano sufficienti a coprire le riserve. Risulta inoltre che SACE BT non sarebbe riuscita a reperire sul mercato il capitale che le è stato poi conferito, a causa dell’insufficienza della redditività prevista. Non vi sono elementi che indichino che all’epoca SACE BT beneficiasse di una valutazione positiva.
- (133) Al punto (108) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha invitato l’Italia a presentare le proprie osservazioni in merito al fatto che la terza misura fosse stata necessaria per permettere a SACE BT di proseguire le attività e, in tal caso, di

---

<sup>107</sup> Cfr. l’allegato 1 - Verbale della riunione del CdA di SACE S.p.A., 26 maggio 2009), pag. 4, presentato dall’Italia, 5 marzo 2012.

<sup>108</sup> Cfr. la documentazione presentata dall’Italia con lettera dell’8 giugno 2010, pag. 2.

<sup>109</sup> Cfr. la documentazione presentata dall’Italia con lettera dell’8 giugno 2010, allegato 7, pag. 29.

fornire informazioni sui costi stimati che SACE avrebbe dovuto sostenere in caso di dismissione o di liquidazione di SACE BT. La Commissione ha rilevato che una società madre avrebbe ricapitalizzato la sua controllata, ma solo se l'impresa aiutata fosse stata ragionevolmente idonea a ridiventare redditizia<sup>110</sup>. Un investitore operante in un'economia di mercato non avrebbe iniettato altro capitale in SACE BT se, da un punto di vista economico, ciò fosse stato più costoso che liquidare i rispettivi attivi (per esempio, vendendo l'investimento in questione).

- (134) Nei punti (111) e (117) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha espresso dubbi sul fatto che la terza e la quarta misura soddisfino il criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato. La Commissione ha inoltre indicato che le due misure sembrano avere conferito un vantaggio alla SACE BT.
- (135) Nella decisione di avvio del procedimento (punto (109)) si afferma che il piano disponibile al momento dell'investimento svolgeva un ruolo cruciale. Tale piano è importante perché un investitore privato è disposto a fornire nuovi capitali a un'impresa con un deficit di redditività soltanto se prevede che tale redditività possa raggiungere un livello adeguato. In caso contrario, il capitale investito andrebbe a coprire l'esposizione dell'impresa, senza garanzie che questa ricominci in futuro a produrre utili<sup>111</sup>. Senza un piano di "ristrutturazione" convincente, un investitore privato ragionevole non investirebbe<sup>112</sup>.
- (136) La Commissione ha osservato che nel piano industriale relativo al periodo 2010-2011, SACE BT prevedeva essenzialmente di adottare misure volte ad aumentare la quota di mercato e l'espansione delle attività, piuttosto che misure in grado di permettere un ritorno alla redditività, quali misure di riduzione dei costi e di ristrutturazione del modello commerciale. SACE BT prevedeva di aumentare la propria quota sul mercato dell'assicurazione ramo credito e cauzioni, con l'obiettivo di raggiungere il livello del 15% nel 2011, diventando in questo modo entro il 2011 il secondo operatore del mercato dell'assicurazione del credito. Le stime per il 2009 ponevano la SACE BT in terza o quarta posizione nel mercato dell'assicurazione rami credito e cauzioni. Per quanto riguarda la rete di distribuzione di SACE BT, il piano comprende la valutazione di possibili opportunità di ulteriori acquisizioni. Il piano fa inoltre affidamento su fattori esogeni quali il miglioramento della situazione economica e del mercato e sulla progressiva riapertura del mercato della riassicurazione a partire dal 2011, piuttosto che su cambiamenti interni.
- (137) Gli elementi presentati dall'Italia e da SACE nel corso del procedimento d'indagine formale non hanno cambiato la valutazione iniziale della Commissione, di cui alla decisione di avvio del procedimento.
- (138) La posizione della Commissione per quanto riguarda la qualifica della terza e della quarta misura come aumento di capitale rimane invariata. Anche se, secondo l'Italia, l'operazione in oggetto non ha comportato un aumento del capitale sociale, la Commissione ritiene che essa abbia avuto un effetto positivo sul patrimonio netto, che

---

<sup>110</sup> Cfr. sentenza nelle cause T-129/95, T-2/96 e T-97/96 *Neue Maxhütte Stahlwerke GmbH e Lech-Stahlwerke GmbH/ Commissione* (Raccolta 1999, pag. II-0001, punto 116).

<sup>111</sup> Cfr. la decisione della Commissione del 31.1.1996, GU L 104 1996, pag. 25 – Iberia, punto 15, parte VII.

<sup>112</sup> Cfr. sentenza nella causa C-305/89, *Italia/Commissione* (Alfa Romeo) (Raccolta 1991, pag. I-1601, punto 22) – decisione della Commissione del 27.7.1994, GU L 258 del 1994, pag. 26, punto 21 della parte VII – Air France e decisione della Commissione del 15.7.1997, GU L 322, pag. 44 – Alitalia, punto 6 della parte VII.

rappresenta una categoria più ampia rispetto al capitale sociale, grazie ai conferimenti effettuati dalla società madre SACE a favore del capitale di SACE BT<sup>113</sup>.

- (139) Secondo SACE, le decisioni di ricapitalizzazione di SACE BT sono state adottate in considerazione delle previsioni di ritorno alla redditività nel 2011.
- (140) A tale proposito la Commissione ricorda tuttavia che al momento di concedere la terza misura, SACE non disponeva di previsioni finanziarie aggiornate né di un piano industriale che tenesse conto del conferimento di capitale e dei più recenti dati finanziari. Pertanto SACE non aveva motivi per prevedere un ritorno alla redditività di SACE BT.
- (141) Il documento principale preso in considerazione da SACE al momento della concessione della quarta misura era il piano industriale (*Business Plan*) 2010-2011. La Commissione osserva che si tratta di un documento molto breve, che si limita a definire le prospettive negative del mercato e che, con specifico riguardo a SACE BT, fornisce per il 2010 e il 2011 un numero ridotto di indici finanziari principali e di cifre. In particolare, il piano industriale riporta dati che indicano che la situazione del mercato era in peggioramento (il *loss ratio* era in progressivo deterioramento, avendo registrato nel 2008 un aumento del 71,4% rispetto al 2007) e che le perdite ammontavano a circa la metà del fatturato del ramo. In un tale contesto, il piano prevedeva un significativo miglioramento degli indici di assicurazione del credito di SACE BT, che avrebbero permesso di raggiungere la parità di bilancio nel 2011 (cfr. tabella 5). Tuttavia, non venivano indicate in dettaglio le modifiche apportate ai prezzi né le modalità di riduzione dei costi necessarie a raggiungere tali obiettivi.
- (142) È opportuno sottolineare che il piano industriale per il 2010-2011 comprendeva solo una previsione di raggiungimento della parità di bilancio nel 2011, mentre non forniva nessun elemento che indicasse che la situazione sarebbe migliorata dopo il 2011, né altre stime di redditività futura di SACE BT dopo tale data (di fatto, la possibilità che la società avrebbe realizzato profitti dopo il 2011 non era nemmeno menzionata). Inoltre, l'obiettivo dichiarato del piano industriale era quello di porre semplicemente fine alle perdite della società e di espandere ulteriormente la presenza di quest'ultima sul mercato, senza prevedere eventuali utili futuri. A tale riguardo, la Commissione ritiene che un investitore avveduto avrebbe chiesto una stima affidabile del ripristino della redditività futura a livelli adeguati.
- (143) Risulta inoltre dal verbale della riunione del Consiglio di amministrazione di SACE in cui sono state approvate la terza e la quarta misura, che il Consiglio ha accettato le misure di capitalizzazione in modo da coprire le perdite e soddisfare i requisiti normativi, consentendo alla società di continuare l'attività. In quel verbale non è assolutamente menzionata la redditività futura della società. Il Consiglio di amministrazione non ha preso in considerazione la possibilità di liquidare SACE BT, confrontando uno scenario di liquidazione con l'opzione scelta di conferire nuovamente capitale alla società in difficoltà. Quindi, non avendo chiesto né preso in esame alcuna stima dei costi di liquidazione esso non era in grado di concludere che il conferimento di capitale avrebbe portato a un risultato economico migliore rispetto alla liquidazione della società.

---

<sup>113</sup> Secondo i rendiconti finanziari 2009 di SACE e gli allegati 5-7 alla nota integrativa a tali rendiconti, gli aumenti relativi alla società controllata SACE BT sono stati pari a 70 milioni di EUR.

- (144) La Commissione conclude pertanto che, al momento dell'adozione di tali misure, SACE non ha valutato se il conferimento di capitale supplementare rappresentasse un'opzione economicamente più vantaggiosa, dal punto di vista di un azionista, rispetto alla liquidazione della controllata. Date le condizioni del mercato e la mancanza di prospettive di redditività che caratterizzavano SACE BT all'epoca, un operatore di mercato prudente privato non avrebbe proceduto all'investimento senza tale valutazione. Anche solo per questo motivo, si può quindi concludere che SACE non si è comportata come un operatore di mercato privato prudente e che, di conseguenza, i conferimenti di capitale realizzati con la terza e quarta misura devono essere qualificati come aiuti di Stato.
- (145) Per completezza, la Commissione aggiunge inoltre di non poter condividere l'argomentazione di SACE secondo cui il rispetto dei vincoli imposti dalla normativa di settore sarebbero stati sufficienti ad indurre un investitore privato prudente operante in un'economia di mercato a conferire nuovo capitale a un'impresa. Come previsto dalla comunicazione della Commissione sull'applicazione degli articoli 92 e 93 del trattato CEE<sup>114</sup>, gli investitori sono spesso obbligati per legge a ricapitalizzare le imprese qualora l'accumulo delle perdite abbia fatto scendere il capitale al di sotto di un livello prestabilito. In risposta a quanto affermato dagli Stati membri, secondo i quali tali apporti di capitale non possono essere considerati alla stregua di aiuti in quanto sono il semplice adempimento di un obbligo di legge, la comunicazione sul criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato prevede che l'investitore commerciale, posto in una simile situazione, debba considerare anche tutte le altre possibilità - compresa quella di liquidare o comunque dismettere l'investimento<sup>115</sup> - e scelgano l'opzione finanziariamente più sana.
- (146) Nella fattispecie, la Commissione ritiene che SACE avrebbe potuto lasciare fallire SACE BT in quanto, essendo questa una società a responsabilità limitata, essa non avrebbe dovuto coprirne le passività. SACE ha ragione quando sostiene che altri elementi, come l'immagine pubblica<sup>116</sup>, possono essere presi in considerazione dagli investitori privati. La Corte di giustizia ha statuito nella causa ENI/Lanerossi che l'assorbimento temporaneo da parte di una società madre delle perdite generate da una controllata "che sia temporaneamente in difficoltà, ma che, previa riorganizzazione, sia eventualmente in grado di ridivenire redditizia" potrebbe essere giustificato non solo dalla prospettiva di un profitto materiale indiretto, ma anche da altre considerazioni, quali la salvaguardia dell'immagine del gruppo e il riorientamento delle sue attività<sup>117</sup>. Tuttavia, la Corte ha deliberato che, se non vi è alcuna prospettiva di redditività, anche a lungo termine, i conferimenti di capitale devono essere considerati alla stregua di un aiuto di Stato<sup>118</sup>. Di conseguenza, come la giurisprudenza riconosce, le argomentazioni hanno un valore limitato, in relazione all'applicazione del criterio dell'investitore privato, in assenza di una previsione, formulata all'epoca dei conferimenti di capitale,

---

<sup>114</sup> GU C 307 del 13.11.1993, pag. 3.

<sup>115</sup> Cfr. la comunicazione della Commissione agli Stati membri sull'applicazione degli articoli 92 e 93 del trattato CEE, punto 36.

<sup>116</sup> Come argomentazione, SACE cita anche il riorientamento delle attività (cfr. le osservazioni della SACE presentate il 5 maggio 2011 in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pag. 36). In pratica, però, a seguito di una specifica richiesta da parte della Commissione, l'Italia ha sostenuto che SACE non prevedeva una variazione significativa del perimetro di attività di SACE BT (cfr. SACE – Risposta alla richiesta di informazioni, 15 settembre 2011, pag. 13).

<sup>117</sup> Cfr. sentenza ENI/Lanerossi, punto 21.

<sup>118</sup> Cfr. sentenza ENI/Lanerossi, punto 22.

secondo cui SACE BT avrebbe potuto realizzare profitti dopo il 2011, almeno nel lungo termine.

- (147) Inoltre, l'Italia e SACE non hanno fornito alcun elemento che dimostrasse e quantificasse gli effetti economici negativi che il presunto deterioramento dell'immagine di SACE avrebbero prodotto per la società.
- (148) La Commissione osserva inoltre che le attività assicurative di SACE sono coperte da una garanzia statale. Di conseguenza, gli assicurati sanno che lo Stato garantirà che essi ricevano gli indennizzi cui hanno diritto avendo stipulato tali assicurazioni. La Commissione non riesce pertanto a capire il motivo per cui i clienti assicurati di SACE potessero essere preoccupati dall'eventuale liquidazione di una controllata di SACE che non è garantita dallo Stato e che è una società a responsabilità limitata. L'Italia e SACE non hanno fornito le ragioni per cui le attività di SACE coperte dalla garanzia dello Stato risentirebbero di una tale decisione.
- (149) Inoltre, la Commissione è del parere che, essendo coperta da una garanzia statale, l'attività assicurativa di SACE non costituisce un'attività di mercato che un operatore privato potrebbe svolgere (la garanzia sulle attività assicurative di SACE non costituisce un aiuto proprio perché tali attività sono considerate indisponibili sul mercato e, pertanto, non in grado di generare alcuna distorsione della concorrenza). La Commissione ritiene che, nel valutare se un investitore privato nella posizione di SACE avrebbe lasciato fallire o ricapitalizzato una società come SACE BT, non si possano prendere in considerazione gli eventuali effetti negativi della liquidazione di SACE BT su tali attività non di mercato svolte da SACE, dal momento che un investitore privato non sarà mai nella posizione di svolgere tali attività.
- (150) Come già indicato, nel momento in cui ha adottato la terza e la quarta misura, SACE non ha proceduto a confrontare uno scenario di liquidazione con l'opzione scelta di conferire nuovamente capitale a SACE BT, nonostante la situazione difficile in cui questa versava. Per completezza, nei paragrafi che seguono, la Commissione dimostrerà comunque che se avesse operato tale confronto, SACE si sarebbe resa conto che la liquidazione di SACE BT sarebbe stata la scelta più conveniente rispetto al conferimento a SACE BT di altri 70 milioni di EUR di capitale, nonostante la situazione difficile in cui questa versava.
- (151) Per stabilire se per SACE, in quanto azionista unico di SACE BT, sarebbe stato più vantaggioso investire un capitale aggiuntivo di 70 milioni di EUR o procedere alla liquidazione di SACE BT (dismissione degli attivi), occorre mettere a confronto gli eventuali flussi di cassa previsti da SACE, in quanto azionista, nello scenario di liquidazione (dismissione degli attivi) con quelli previsti nello scenario di conferimento di capitale. Sulla base delle informazioni trasmesse, all'epoca (o a posteriori) l'Italia e SACE non hanno svolto la valutazione della quota di partecipazione azionaria in SACE BT in uno scenario precedente al conferimento di capitale e in uno scenario successivo al conferimento di capitale.
- (152) La Commissione osserva che alla fine del maggio 2009 e all'inizio del luglio 2009, quando il Consiglio di amministrazione di SACE BT ha deciso di adottare la terza e la quarta misura, era già previsto che, oltre alle ingenti perdite registrate nel 2008 (29,5 milioni di EUR), SACE BT avrebbe conseguito ulteriori perdite significative

nel 2009 (53,4 milioni di EUR)<sup>119</sup> e che il capitale residuo alla fine del 2009 sarebbe stato pari a 24,2 milioni di EUR. In particolare, alla fine del primo trimestre 2009, il valore contabile del patrimonio netto di SACE (tenendo conto delle perdite registrate in quel periodo, pari a 22,6 milioni di EUR) era pari a 55 milioni di EUR e le perdite previste per l'intero anno 2009 ammontavano a 53,4 milioni di EUR. Pertanto, in uno scenario precedente al conferimento, il valore contabile del patrimonio netto previsto alla fine del 2009 sarebbe stato pari alla differenza tra il valore contabile al primo trimestre 2009, 55 milioni di EUR, e il resto delle perdite previste per l'anno, vale a dire 30,8 milioni di EUR (53,4 milioni di EUR meno 22,6 milioni di EUR), cioè 24,2 milioni di EUR.

- (153) Nello scenario successivo al conferimento, il valore contabile del patrimonio netto avrebbe dovuto aumentare dell'importo delle ricapitalizzazioni (70 milioni di EUR) e raggiungere la cifra di 94,2 milioni di EUR.
- (154) In tale contesto, giova rilevare che in caso di liquidazione, gli azionisti hanno diritto solo ai proventi residui, se ne rimangono dopo la copertura di tutte le passività della società e di tutti i costi di liquidazione. L'esito della liquidazione dipende dal valore e dalla vendibilità degli attivi della società.
- (155) Operando una valutazione molto prudente, la Commissione considera l'ipotesi che in uno scenario di liquidazione, SACE non avrebbe recuperato alcuno dei suoi investimenti di capitale in SACE BT.
- (156) Successivamente, per valutare la relativa attrattiva del conferimento di 70 milioni di EUR di capitale in SACE BT rispetto a uno scenario di liquidazione, deve essere stimato il valore della società (cioè, il valore di mercato del 100% della quota di partecipazione azionaria nella società) dopo l'apporto di 70 milioni di EUR.
- (157) Se il valore della società dopo i conferimenti di capitale del 2009 fosse stato pari o superiore a 70 milioni di EUR, un investitore privato avrebbe potuto essere propenso a procedere all'investimento.
- (158) Tale valore della società rispecchia la stima del valore attuale dei flussi di cassa futuri (*cash flow stream*) per l'azionista.
- (159) Al riguardo, la Commissione ricorda che i piani industriali e/o le previsioni disponibili all'epoca non menzionavano flussi previsti di utili futuri in grado di dimostrare che il valore di mercato si sarebbe avvicinato ai 70 milioni di EUR. Inoltre, dal momento che la società non era redditizia prima della crisi, non ci si poteva attendere che, con il ritorno alla normalità della situazione macroeconomica e dei mercati finanziari, la società avrebbe automaticamente ripreso a generare un'adeguata redditività. La Commissione conclude pertanto che, considerato che non vi erano previsioni relative a flussi di cassa futuri per SACE BT, non esistevano indicazioni secondo cui il valore di mercato della società dopo la concessione della terza e quarta misura potesse attestarsi su un valore pari o superiore a 70 milioni di EUR. Di conseguenza, un investitore privato prudente avrebbe preferito lasciare fallire SACE BT (o venderla, se fosse riuscito a trovare un acquirente) anziché procedere alla sua ricapitalizzazione. Pertanto,

---

<sup>119</sup> Fonte: documentazione inviata dall'Italia con lettera dell'8 giugno 2010, allegato 7, pag. 28.

anche tale analisi supplementare dimostra che SACE, concedendo la terza e quarta misura, non ha agito come un investitore operante in un'economia di mercato.

- (160) Come argomentazione secondaria, un investitore avrebbe potuto usare un altro indicatore per valutare la società, ad esempio il metodo di valutazione che consiste nel moltiplicare il multiplo prezzo/valore contabile (*price-to-book*, P/B), ottenuto da società comparabili le cui azioni sono negoziate in borsa, per il valore contabile della società.
- (161) A quanto risulta alla Commissione, Euler-Hermes è l'unica società europea di assicurazione dei crediti quotata in borsa ed è quindi possibile utilizzare il suo P/B. Si tratta di una società caratterizzata da un rischio relativamente basso<sup>120</sup>, che si è dimostrata capace di superare relativamente bene le crisi del passato, è risultata redditizia nel 2008 e nel primo trimestre del 2009 e nel 2008 ha persino distribuito dividendi. Quindi, il valore di una società caratterizzata da un rischio maggiore, quale SACE BT, risulterebbe inferiore al valore derivante dall'applicazione del multiplo P/B di Euler-Hermes. Al primo trimestre del 2009, il P/B di Euler-Hermes era pari allo 0,60 circa<sup>121</sup>. Di conseguenza, applicando questo multiplo al valore contabile di SACE BT previsto alla fine del 2009, pari a 94,2 milioni di EUR, il valore della società risulterebbe pari a 56,52 milioni di EUR, se i profili di rischio delle società fossero comparabili.
- (162) Tuttavia, la Commissione osserva che SACE BT non ha realizzato profitti prima della crisi (contrariamente al proprio piano industriale) e che non vi era alcun piano industriale che prevedesse la possibilità di un ritorno alla redditività. Pertanto, si può ritenere che all'epoca SACE BT fosse un'impresa significativamente più rischiosa di Euler-Hermes e quindi che, quando sono state accordate le misure, il valore della società fosse significativamente inferiore a 56,52 milioni di EUR.
- (163) Inoltre, l'Italia ha anche ammesso che le condizioni del mercato erano tali che la valutazione di mercato delle imprese di assicurazione in quel periodo era significativamente depressa<sup>122</sup>.
- (164) In conclusione, analogamente all'applicazione di una valutazione basata sui flussi di cassa futuri, anche l'applicazione della valutazione basata sul rapporto prezzo/valore contabile avrebbe indotto un investitore privato alla conclusione che sarebbe stato più vantaggioso lasciare fallire la propria controllata anziché investirvi altri 70 milioni di EUR.
- (165) Anche sulla base dell'analisi di cui sopra, si può pertanto concludere che SACE si sia trovata, dopo la concessione della terza e della quarta misura, in una situazione peggiore rispetto allo scenario di liquidazione.

---

<sup>120</sup> Nel 2000-2004, il suo Beta, un indicatore della rischiosità della società rispetto al mercato finanziario generale, era pari a 0,8, dove 1 corrisponde al rischio del mercato finanziario generale.

<sup>121</sup> Fonte dei dati utilizzati per il calcolo: valore contabile del patrimonio netto - <http://www.eulerhermes.com/finance/financial-resources/Documents/Financial-results/2009/Q1/Q1-2009-Presentation-analysts.pdf>, prezzo di azione: <http://www.eulerhermes.com/finance/share/share-price.aspx>

<sup>122</sup> Nella presentazione dei risultati del primo trimestre 2009 risalenti al 6 maggio 2009, Euler-Hermes ha dichiarato che il mondo stava vivendo la crisi commerciale più grave degli ultimi 50 anni e che le aziende insolventi erano in aumento (cfr. pagg. 5 e 7 della presentazione disponibile all'indirizzo <http://www.eulerhermes.com/finance/financial-resources/Documents/Financial-results/2009/Q1/Q1-2009-Presentation-analysts.pdf>).

- (166) La Commissione osserva poi, come sottolineato da SACE, che durante la crisi numerosi investitori del mercato hanno iniettato nuovi capitali nelle rispettive controllate attive nel credito all'esportazione. Dato l'elevato livello di incertezza e di urgenza, è possibile che al momento dei loro investimenti tali investitori non avessero a portata di mano previsioni articolate e complete. Tuttavia, le società del credito all'esportazione che hanno ricevuto ricapitalizzazioni dai loro azionisti avevano evidenziato una certa redditività prima della crisi. Per questo motivo, era più probabile che si potesse ottenere un ritorno alla redditività. Al contrario, SACE BT aveva registrato perdite. Di fronte a una controllata che negli anni precedenti la crisi registrava già perdite o aveva appena raggiunto il punto di pareggio (a fronte di un piano industriale che aveva previsto un costante aumento della redditività), un investitore privato sarebbe più riluttante a iniettare un importo di capitale e verificherebbe l'esistenza di una qualche speranza che un giorno la società diventi sufficientemente redditizia. La Commissione osserva che nel 2009 non erano state elaborate previsioni finanziarie che indicassero prospettive di redditività. Un investitore prudente non avrebbe investito un ingente importo di capitale aggiuntivo in una società che si trovasse in una situazione di questo tipo.
- (167) SACE sostiene che per SACE BT, che si trovava ancora in fase di *start-up*, è stato più difficile far fronte agli effetti della crisi finanziaria. In primo luogo, la Commissione osserva che nel 2008, quando la crisi è scoppiata, SACE BT era già al suo quarto anno di attività. Secondo la prassi della Commissione, di norma una società viene considerata di recente costituzione durante i primi tre anni dall'inizio delle attività nel relativo settore<sup>123</sup>. In secondo luogo, anche se fosse vero che SACE BT era ancora in fase di *start-up*, non è chiaro quale effetto ciò avrebbe avuto sull'applicazione del criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato. In effetti, un investitore avrebbe comunque preso in esame il valore di mercato previsto dopo la ricapitalizzazione della società (sulla base della redditività prevista), mettendolo a confronto con la possibilità di lasciare fallire o vendere la società. L'Italia e SACE non hanno dimostrato come SACE avrebbe potuto aspettarsi in futuro da SACE BT una maggiore redditività, essendo quest'ultima ancora in fase di *start-up*. Come indicato in precedenza al punto (77), il piano industriale disponibile all'epoca indicava semplicemente un ritorno dei conti al pareggio nel 2011, ma non evidenziava un ritorno alla redditività.
- (168) La Commissione conclude pertanto che la terza e la quarta misura costituiscono un vantaggio per la SACE BT. Grazie a tali misure, infatti la società è stata dotata di capitali che non avrebbe potuto reperire sul mercato. Tali capitali hanno permesso alla società di sopravvivere, nonostante l'assenza di previsioni indicanti l'eventuale realizzazione di profitti, neppure nel lungo termine.

### ***V.1.2. Imputabilità allo Stato e risorse statali***

- (169) Nei punti da (73) a (78) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha applicato gli indizi "Stardust Marine"<sup>124</sup> per dimostrare l'imputabilità della misura, tenendo conto che SACE è interamente di proprietà dello Stato. Secondo una giurisprudenza consolidata (si veda, in particolare, la sentenza *Stardust Marine*) anche se lo Stato si trova in una posizione che gli permette di controllare un'impresa pubblica e di esercitare un'influenza dominante sulle sue operazioni, l'effettivo esercizio di tale

---

<sup>123</sup> Cfr. la comunicazione della Commissione — Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà, GU C 244 dell'1.10.2004, pag. 2, punto 12.

<sup>124</sup> Sentenza *Stardust Marine* del 16 maggio 2002 nella causa C-482/99, Raccolta pag. I-4397.

controllo nel caso concreto non può essere automaticamente presunto. È pertanto necessario determinare se le autorità pubbliche possono essere considerate coinvolte in qualche misura nell'adozione delle misure in questione.

(170) Tuttavia, secondo la sentenza *Stardust Marine*:

*“53. A questo proposito non si può pretendere che venga dimostrato, sulla base di un'istruttoria precisa, che le autorità pubbliche hanno concretamente incitato l'impresa pubblica ad adottare i provvedimenti di aiuto in questione. Infatti, da un lato, considerato che tra lo Stato e le imprese pubbliche sussistono relazioni strette, vi è un rischio reale che aiuti statali vengano concessi per il tramite di tali imprese pubbliche in maniera poco trasparente e in violazione del regime previsto dal Trattato per gli aiuti statali.*

*54. Dall'altro lato, come regola generale, sarà assai difficile per un terzo, proprio a motivo delle relazioni privilegiate che esistono tra lo Stato e una determinata impresa pubblica, dimostrare nel caso concreto che eventuali provvedimenti di aiuto adottati da una tale impresa sono stati effettivamente assunti dietro istruzione delle autorità pubbliche.*

*55. Per tali motivi occorre ammettere che l'imputabilità allo Stato di un provvedimento di aiuto adottato da un'impresa pubblica può essere dedotta da un insieme di indizi risultanti dalle circostanze del caso di specie e dal contesto nel quale il provvedimento in questione è stato adottato”.*

(171) Successivamente, la Corte ha indicato i seguenti indizi che permettono di concludere che una misura adottata da un'impresa pubblica è imputabile allo Stato: *i)* il fatto che l'impresa in questione non avrebbe potuto adottare la decisione contestata senza tenere conto delle condizioni delle autorità pubbliche; *ii)* il fatto che, a parte i fattori di natura organica che legavano le imprese pubbliche allo Stato, un'impresa pubblica, tramite la quale viene concesso un aiuto di Stato, abbia dovuto tenere conto delle direttive di un organismo governativo centrale, nella fattispecie il Comitato interministeriale per la programmazione economica (CIPE); *iii)* l'integrazione dell'impresa pubblica nelle strutture della amministrazione pubblica statale; *iv)* la natura delle attività dell'impresa e se tali attività siano esercitate sul mercato in normali condizioni di concorrenza con gli operatori privati; *v)* lo statuto giuridico dell'impresa (il fatto di essere soggetta al diritto pubblico o al diritto commerciale ordinario); *vi)* l'intensità della tutela esercitata dalle autorità pubbliche sulla gestione dell'impresa e *vii)* qualsiasi altro indizio che indichi, nel caso concreto, un coinvolgimento delle autorità pubbliche ovvero *l'improbabilità di una mancanza di coinvolgimento nell'adozione di un provvedimento, tenuto conto anche dell'ampiezza di tale provvedimento*, del suo contenuto ovvero delle condizioni che esso comporta.

(172) La Commissione ha inoltre concluso, al punto (79) della decisione di avvio del procedimento, che è altamente improbabile che le misure in esame siano state adottate senza alcun coinvolgimento dello Stato.

(173) In risposta alla decisione di avvio del procedimento, l'Italia e SACE sostengono che nessuna delle quattro misure è imputabile allo Stato, dal momento che le decisioni sono state prese da SACE, che agisce in piena indipendenza rispetto allo Stato. L'Italia ha fornito ulteriori elementi di fatto e giustificazioni, sostenendo che le misure non sono imputabili allo Stato.

(174) Per valutare la giurisprudenza invocata dall'Italia, è opportuno rilevare che, per quanto riguarda la causa **Olympic Airways**, la decisione della Commissione menzionava i

criteri “Stardust Marine”, senza però applicarli concretamente. La Corte ha osservato che in realtà la Commissione aveva semplicemente assunto che la misura fosse imputabile allo Stato greco, senza indicare alcun motivo che potesse dimostrare la sua ipotesi<sup>125</sup>. La Corte ha quindi considerato il ragionamento della Commissione insufficiente per stabilire l'imputabilità nel caso di specie ma non ha concluso che la misura fosse di per sé non imputabile.

(175) Per quanto riguarda la sentenza **SIC-RTP**<sup>126</sup>, evocata dalle autorità italiane, la Commissione osserva che in tale sentenza, il Tribunale ha confermato la valutazione della Commissione secondo la quale alcune decisioni controverse della società Portugal Telecom, precedentemente controllata dallo Stato (consistenti nell'accettazione dei pagamenti tardivi dei canoni della rete da parte dell'emittente pubblica RTP), non erano imputabili allo Stato. Tuttavia, la sentenza del Tribunale è basata sulle circostanze specifiche del caso di specie. In particolare, nella causa **SIC-RTP** il Tribunale ha osservato - tra l'altro - che la ricorrente non contraddiceva la valutazione della Commissione secondo cui le agevolazioni di pagamento sarebbero state principalmente dovute ad una controversia tra la RTP e la Portugal Telecom riguardo all'importo del canone<sup>127</sup>. Inoltre, il Tribunale ha osservato che la Commissione aveva sostenuto, senza che ciò fosse contestato da parte della ricorrente, che non vi erano stati cambiamenti nel comportamento della Portugal Telecom dopo la sua privatizzazione<sup>128</sup>. È quindi chiaro che la valutazione del Tribunale riguardava una situazione particolare che è molto diversa da quella della presente decisione.

(176) La Commissione ha riscontrato ulteriori elementi di prova dell'imputabilità delle misure in altri documenti presentati dall'Italia e da SACE. Come nella decisione di avvio del procedimento, gli indizi “Stardust Marine” vengono applicati anche nella presente decisione, al fine di dimostrare l'imputabilità della seconda, terza e quarta misura.

(177) Anche se SACE non è integrata nella pubblica amministrazione e non esercita pubblici poteri, la Commissione ritiene che i seguenti indizi generali dimostrino l'imputabilità allo Stato delle misure concesse da SACE<sup>129</sup>:

a) tutti i membri del consiglio di amministrazione di SACE sono nominati su proposta dello Stato italiano, ai sensi dell'articolo 6, comma 2, del decreto-legge 30 settembre 2003, n.269<sup>130</sup>;

b) SACE non esercita le sue attività “sul mercato in normali condizioni di concorrenza con gli operatori privati”:

i) nel 2004, la missione di SACE era - e continua a essere a tutt'oggi - quella di mantenere e promuovere la competitività dell'economia italiana, essenzialmente attraverso i rischi non assicurabili sul mercato, secondo la definizione della comunicazione sul credito all'esportazione, operando quindi in un settore che non è ritenuto soggetto a normali condizioni di concorrenza sul mercato;

---

<sup>125</sup> Causa T-68/03, *Olympic Airways/Commissione*, (Raccolta 2007, pag. II-2911, punti 312-319).

<sup>126</sup> Causa T-442/03 *SIC/Commissione* (Raccolta 2008, pag. II-1161).

<sup>127</sup> Punto 110.

<sup>128</sup> Punto 105.

<sup>129</sup> Cfr. i punti 52, 54, 55 e 56 della sentenza *Stardust Marine*.

<sup>130</sup> Cfr. inoltre articolo 13, paragrafo 2, dello statuto di SACE, disponibile al seguente indirizzo: [http://www.sace.it/GruppoSACE/export/sites/default/download/normativa/nuovo\\_statuto.pdf](http://www.sace.it/GruppoSACE/export/sites/default/download/normativa/nuovo_statuto.pdf)

ii) le attività di SACE hanno sempre beneficiato di una garanzia di Stato, a differenza di quanto consentito ai sensi delle norme sugli aiuti di Stato ad altre imprese pubbliche che operano in concorrenza con gli operatori privati del mercato;

iii) i rendiconti finanziari di SACE sono soggetti al controllo della Corte dei conti e il Ministero dell'Economia e delle Finanze è tenuto a presentare al Parlamento italiano relazioni annuali sul suo operato;

iv) per quanto riguarda l'influenza dello Stato sulla concessione delle risorse di SACE, entro il 30 giugno di ciascun anno, il CIPE delibera un piano previsionale degli impegni assicurativi e dei fabbisogni finanziari relativi a determinati rischi e definisce i limiti globali degli impegni relativi ai rischi non assicurabili sul mercato che la SACE può assumere, distintamente per le garanzie di durata inferiore e superiore a ventiquattro mesi<sup>131</sup>.

c) Lo statuto di SACE BT prevede che, oltre che alle disposizioni di legge a cui sono soggette le compagnie di assicurazioni private, SACE BT sia anche soggetta a una disposizione di legge<sup>132</sup> secondo la quale, qualora venga creata una nuova entità giuridica per offrire copertura assicurativa ai rischi di mercato, SACE debba detenere non meno del 30% del suo capitale. Risulterebbe quindi che anche dopo la creazione di SACE BT, il continuo sostegno accordatole (seconda, terza e quarta misura) sia stato influenzato dallo Stato italiano, nella misura in cui la succitata disposizione di legge escludeva che tali rischi fossero trasferiti e/o venduti in blocco a un operatore di mercato<sup>133</sup>.

(178) Oltre agli indizi generali di cui al punto (177), è possibile individuare altri indizi specifici relativi alle condizioni di concessione della seconda, terza e quarta misura:

a) all'epoca in cui sono state concesse la seconda, la terza e la quarta misura, due dei quattro consiglieri del consiglio di amministrazione di SACE occupavano posizioni dirigenziali nell'amministrazione italiana<sup>134</sup>, vale a dire presso l'ex Ministero del

---

<sup>131</sup> Cfr. sentenza *Stardust Marine* del 16 maggio 2002 nella causa C-482/99 (Raccolta 2002, pag. I-4397, punto 55), in cui vengono citate la causa C-303/88, *Repubblica italiana/Commissione*, (Raccolta 1991, pag. I-01433, punti 11 e 12) e causa C-305/89, *Repubblica italiana/Commissione* (Raccolta 1991, pag. I-01603, punti 13 e 14).

<sup>132</sup> Articolo 6, comma 12, del Decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito con modificazioni in Legge 24 novembre 2003, n. 326.

<sup>133</sup> In tale contesto va osservato che all'epoca della valutazione dell'opportunità della prima misura, il Ministero dell'Economia e delle Finanze è stato consultato in merito al capitale sociale di SACE BT. Cfr. allegato II - Verbale della Riunione del Consiglio di Amministrazione di SACE S.p.A. del 28 aprile 2004 - alle osservazioni di SACE presentate il 5 maggio 2011, in risposta alla decisione di avvio del procedimento, pagg. 74-75: "... riguardo all'ammontare del capitale sociale di Sace 2 [denominazione temporanea della nuova società da creare, la futura SACE BT], sentito il Ministero dell'Economia e delle Finanze, esso è stato preliminarmente quantificato in 100 milioni di euro".

<sup>134</sup> Nel 2004, quando SACE è diventata una società per azioni ed è stata concessa la prima misura, la maggior parte dei membri del consiglio di amministrazione di SACE hanno mantenuto la propria funzione nell'amministrazione italiana, vale a dire presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, il Ministero degli Affari esteri o altre istituzioni pubbliche (Istituto per la Promozione industriale, Autorità per le garanzie nelle comunicazioni e l'Istituto nazionale per il Commercio estero). In particolare, il presidente del consiglio di amministrazione di SACE dell'epoca ha mantenuto la sua funzione dirigenziale presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze. Il campo delle sue responsabilità riguardava le relazioni finanziarie internazionali.

Commercio estero (l'attuale Ministero dello Sviluppo economico) e presso il Ministero degli Affari esteri. Nel quadro di tale incarico, il membro del consiglio di amministrazione di SACE che occupava contemporaneamente una posizione dirigenziale presso il Ministero degli Affari esteri (Ministro Plenipotenziario, Direttore generale per la Cooperazione economica e finanziaria multilaterale, Ministero degli Affari esteri) ha affermato nella riunione del Consiglio di amministrazione di SACE del 1° aprile 2009, che non sarebbe stato opportuno che si verificasse una diminuzione della capacità di assicurazione, né “sul versante assicurativo “non a mercato” né “nel versante dell’assicurazione dei rischi a mercato”<sup>135</sup>. Inoltre, il membro del Consiglio di amministrazione di SACE che occupava contemporaneamente una posizione dirigenziale presso il Ministero del Commercio estero (l'attuale Ministero dello Sviluppo economico - Direttore della Direzione generale per la politica di internazionalizzazione del Ministero per il Commercio estero), ha dichiarato nella stessa riunione del Consiglio di amministrazione di SACE del 1° aprile 2009, che “l’attività di *support* al sistema delle imprese [italiane] svolta dalla SACE non sempre viene chiaramente percepita all’esterno, concordando, altresì, sull’importanza del percorso di sostegno a SACE BT, anche mediante la ricapitalizzazione della stessa”<sup>136</sup>;

b) il ruolo della società madre, SACE, e delle altre società del gruppo, compresa SACE BT, è stato riconosciuto come importante nel quadro della ripresa dell’economia italiana. Nella riunione del 1° aprile 2009, il Consiglio di amministrazione di SACE ha riconosciuto l’importanza del percorso di sostegno a SACE BT, mediante il quale il gruppo SACE adempie alla propria funzione istituzionale di supporto al sistema delle imprese italiane<sup>137</sup>. Tale posizione è stata ribadita nel comunicato stampa del 1° aprile 2009 sulla pubblicazione dei risultati consolidati del gruppo SACE<sup>138</sup>, in cui si legge: “*Il Consiglio di Amministrazione ha ribadito il ruolo del Gruppo SACE a supporto del Sistema Italia, ruolo che diventa ancora più strategico nella attuale fase economico-finanziaria che presenta caratteristiche ben più gravi di quelle tipiche del ciclo economico. Il Consiglio confida nelle misure finanziarie e capacità tecniche di SACE per dare un contributo importante alla ripresa dell’economia italiana*”. Tali dichiarazioni confermano la conclusione di cui sopra, secondo la quale, per loro natura, le attività di SACE non vengono svolte in una pura ottica di ricerca di profitto e a normali condizioni di concorrenza del mercato<sup>139</sup>. In questo modo, essa si distingue dalle altre società di proprietà dello Stato aventi finalità puramente commerciali e i cui obblighi nei confronti dello Stato consistono sostanzialmente nel generare un rendimento sul capitale proprio e distribuire i profitti generati attraverso i dividendi. Ciò

---

<sup>135</sup> Cfr. allegato 8 - Verbale della riunione del CdA di SACE S.p.A., 1° aprile 2009, pag. 8, osservazioni presentato dall’Italia il 5 marzo 2012:

“... (iii) sull’opportunità che, in tale ottica, non vi sia una diminuzione di volume tanto sul versante assicurativo “non a mercato” quanto del versante dell’assicurazione dei rischi a mercato”.

<sup>136</sup> Cfr. allegato 8 - Verbale della riunione del CdA di SACE S.p.A., 1° aprile 2009, pag. 9, presentato dall’Italia il 5 marzo 2012.

<sup>137</sup> Cfr. l’allegato 8 - Verbale della riunione del CdA di SACE S.p.A., 1° aprile 2009), pag. 8, presentato dall’Italia il 5 marzo 2012.

<sup>138</sup> Cfr. la pag. 1 del comunicato stampa, accessibile all’indirizzo:

[http://www.sace.it/GruppoSACE/export/sites/default/download/comunicati/2009/20090401\\_-\\_Comunicato\\_Bilancio\\_2008\\_Gruppo\\_SACE\\_e\\_controllate\\_-\\_final\\_11\\_.pdf](http://www.sace.it/GruppoSACE/export/sites/default/download/comunicati/2009/20090401_-_Comunicato_Bilancio_2008_Gruppo_SACE_e_controllate_-_final_11_.pdf)

<sup>139</sup> Precedentemente, SACE era un ente pubblico soggetto al diritto pubblico ed è diventata una società per azioni il 1° gennaio 2004, cioè poco prima della costituzione di SACE BT e della concessione della prima misura. Inoltre, il fatto che SACE BT sia stata costituita con un capitale di 105,8 milioni di EUR poco dopo il cambiamento dello statuto giuridico di SACE sembra indicare che la decisione dello Stato di riorganizzare SACE nel 2004 comprendesse il progetto di costituire SACE BT.

non fa che rafforzare la conclusione che SACE sia stata utilizzata dallo Stato come strumento per esercitare la propria missione principale di promozione dello sviluppo economico del paese. Analogamente, dal verbale della riunione del Consiglio di amministrazione di SACE del 26 maggio 2009, in cui il Consiglio ha espresso l'intenzione di sostenere SACE BT attraverso la seconda, la terza e la quarta misura, risulta che tale sostegno sia stato giustificato invocando anche il contributo di SACE BT allo sviluppo delle imprese italiane<sup>140</sup>. Risulta quindi che le misure adottate a sostegno di SACE BT durante la crisi finanziaria possono anche essere collegate al ruolo del gruppo nel sostenere la ripresa dell'economia italiana;

c) vi sono elementi sufficienti per affermare che la missione di SACE BT va al di là delle finalità di un operatore economico privato. Tale missione viene riconosciuta anche nel verbale della riunione del Consiglio di amministrazione di SACE BT del 27 maggio 2009, nel quadro delle discussioni sul *revised budget* di SACE BT per il 2009, in cui è stata affermata la necessità di una ricapitalizzazione di 70 milioni di EUR per soddisfare i requisiti in materia di solvibilità: “[...]”<sup>141, 142</sup>.

(179) In relazione alla seconda misura, la struttura della *gestione del rischio* di SACE, in una nota del 19 marzo 2009<sup>143</sup> (che aveva come obiettivo di verificare se la redditività stimata di SACE risultante dal contratto di riassicurazione fosse in linea con i rischi assunti), ha dato parere favorevole agli organi di gestione di SACE per quanto riguarda la partecipazione della società al trattato di riassicurazione. Nella riunione del 1° aprile 2009, il Consiglio di amministrazione di SACE ha approvato la partecipazione di SACE al trattato in eccesso di sinistri di SACE BT per l'importo non coperto dai riassicuratori del mercato, fino a una perdita potenziale di 48 milioni di EUR, alle stesse condizioni accettate dai riassicuratori privati. Questa misura a favore di SACE BT avrebbe aiutato la società a mantenere la propria capacità di assicurazione, in particolare per le piccole e medie imprese<sup>144</sup>.

---

<sup>140</sup> Cfr. allegato n. 1 – Verbale della riunione del CdA di SACE S.p.A., 26 maggio 2009, pagg. 3-4, presentato dall'Italia il 5 marzo 2012:

“[...]”.

<sup>141</sup> Verbale della Riunione del Consiglio di amministrazione di SACE BT S.p.A., 27 maggio 2009, presentato il 9 giugno 2010, pag. 5.

<sup>142</sup> Si osserva inoltre che nel 2009, in sede di approvazione del trasferimento da SACE BT a Vittoria Assicurazioni S.p.A. dell'attività assicurativa nel ramo vita, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha presentato SACE BT come “[...] una società controllata indirettamente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze [...]”. Cfr. Bollettino n. 15 del 4 maggio 2009, p. 7, C10007 - Vittoria Assicurazioni/Ramo di Azienda di SACE BT, Provvedimento n. 19768, disponibile online all'indirizzo: [http://www.agcm.it/trasp-statistiche/doc\\_download/868-15-09.html](http://www.agcm.it/trasp-statistiche/doc_download/868-15-09.html).

<sup>143</sup> Cfr. allegato n. 16 – “Memo Risk Management SACE S.p.a., 19 March 2009”, alle osservazioni di SACE, presentato dall'Italia il 5 maggio 2011, in risposta alla decisione di avvio del procedimento. La nota si basava sulla relazione elaborata dall'intermediario assicurativo [...], del 14 novembre 2008: “Analisi pro Rinnovo 2009 – Portafoglio Marketable”. La relazione contiene una dettagliata analisi dell'andamento tecnico della società, e in particolare l'impatto che i contratti di riassicurazione in corso (quelli alla fine del 2008) hanno avuto sui risultati e sui requisiti patrimoniali attuali e futuri.

<sup>144</sup> Cfr. allegato 5 - Verbale della riunione del CdA di SACE S.p.A., 1° aprile 2009, pag. 3, presentato dall'Italia il 5 marzo 2012:

“... una dotazione riassicurativa da parte di SACE S.p.A. in favore della controllata SACE BT, al fine di consentirle un mantenimento della propria capacità di affidamento, in particolare nel segmento delle piccole medie imprese.

Il Consiglio di Amministrazione approva la partecipazione della società al Trattato Excess Loss a copertura delle quote non accettate da riassicuratori di mercato e fino ad una massima perdita potenziale di € 48 mln.

(180) In conclusione, la valutazione fornita dalla Commissione ai punti (177), (178) e (179) dimostra che SACE è strettamente legata alle autorità pubbliche italiane e che viene utilizzata per svolgere funzioni in ambito economico che tradizionalmente rientrano tra le responsabilità di tali autorità. Considerando inoltre l'importanza economica e politica dei provvedimenti in questione e gli stretti legami esistenti tra lo Stato e SACE, la Commissione ritiene che vi siano elementi sufficienti per ritenere la seconda, la terza e la quarta misura imputabili allo Stato.

### **V.1.3. Selettività**

(181) Per quanto riguarda la **seconda misura**, la Commissione osserva che l'Italia ha comunicato che, in base al suo statuto, SACE aveva la possibilità di concludere contratti di riassicurazione e di coassicurazione con altri assicuratori privati diversi da SACE BT<sup>145</sup>. Tuttavia, nonostante tale disposizione, l'Italia non ha dimostrato che SACE avrebbe potuto offrire una copertura riassicurativa a tutti gli assicuratori privati, alle stesse condizioni. In ogni caso, è stato dimostrato che essa ha concluso un contratto di riassicurazione soltanto con SACE BT e a condizioni che non corrispondevano alle condizioni di mercato. Non vi è quindi alcun dubbio che questa misura specifica adottata a favore di SACE BT sia selettiva.

(182) Per quanto riguarda la **terza misura**, le operazioni hanno riguardato una sola società, SACE BT. Si tratta quindi di una misura selettiva.

(183) Per quanto riguarda la **quarta misura**, le operazioni hanno riguardato una sola società, SACE BT. Si tratta quindi di una misura selettiva.

### **V.1.4. Distorsione della concorrenza**

(184) Per quanto concerne la **seconda misura**, essa ha permesso a SACE BT di sottoscrivere un numero maggiore di contratti di assicurazione di quanto avrebbe potuto fare senza la copertura riassicurativa offerta da SACE e di esporre le proprie risorse ad un rischio inferiore. La Commissione conclude pertanto che anche la seconda misura ha falsato la concorrenza<sup>146</sup>.

(185) Per quanto riguarda la **terza e la quarta misura**, il punto 3.2 della comunicazione sul credito all'esportazione afferma che i conferimenti di capitale da parte dello Stato a favore di determinate imprese che costituiscono aiuto di Stato se quest'ultimo non ha agito come un investitore privato operante in un'economia di mercato falsano la concorrenza<sup>147</sup>. La Commissione nutre seri dubbi sul fatto che le attività di SACE BT

---

Le condizioni economiche praticate dovranno essere a mercato e pari a quelle accettate dai riassicuratori privati”.

<sup>145</sup> L'articolo 4, paragrafo 6 dello statuto di SACE dispone quanto segue: “La Società può concludere accordi di riassicurazione e coassicurazione con enti o imprese italiani autorizzati, con enti o imprese esteri o con organismi internazionali, nonché stipulare contratti di copertura del rischio assicurativo, a condizioni di mercato, con primari operatori del settore”.

<sup>146</sup> Cfr. inoltre i punti 3 e 2.1 della comunicazione sul credito all'esportazione.

<sup>147</sup> “3.2. I tipi di trattamento di cui al punto 3.1 (tra cui i conferimenti di capitale) conferiscono o possono conferire agli assicuratori del credito all'esportazione che ne sono beneficiari un vantaggio finanziario rispetto ad altri assicuratori. I vantaggi concessi a determinate imprese falsano la concorrenza e costituiscono aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 92, paragrafo 1 del trattato.

[...]

avrebbero potuto continuare in condizioni normali, senza le misure adottate da SACE. È probabile che senza i capitali conferiti, SACE BT non avrebbe potuto soddisfare i requisiti patrimoniali previsti dalla normativa e si sarebbe trovata in condizione di insolvenza. Come minimo, senza il conferimento dei capitali da parte dello Stato, SACE BT avrebbe potuto stipulare molti meno contratti e avrebbe dovuto ridurre drasticamente la sua presenza sul mercato. Invece, come illustrato nella tabella 6, essa ha ampliato in misura significativa la sua quota di mercato. Pertanto, anche la terza e la quarta misura hanno inciso sulla concorrenza.

#### V.1.5. Incidenza sugli scambi

(186) I mercati dell'assicurazione del credito all'esportazione e degli altri servizi assicurativi in cui opera SACE BT sono aperti agli scambi tra Stati membri e molti operatori dei diversi Stati membri sono attivi nell'Unione. In Italia, SACE BT compete con le controllate di imprese straniere (cfr. tabella 6).

**Tabella 6 - Posizione di SACE BT nel mercato italiano del ramo delle assicurazioni del credito e delle cauzioni (%)**

		2006	2007	2008	2009	2010
1.	Gruppo Allianz	27,3	27,1	25,5	23,3	20,8
2.	Coface Assicurazioni	14,2	13,7	13,5	13,7	15,9
3.	Atradius	13,4	12,6	11,0	8,8	7,7
4.	Gruppo Fondiaria-SAI	8,5	8,8	9,1	9,3	9,7
5.	Gruppo Generali*	10,3	8,6	8,4	9,0	8,8
6.	<b>Gruppo SACE BT</b>	<b>4,7</b>	<b>6,4</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,6</b>
7.	Gruppo Unipol (UGF)	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3
8.	Gruppo Reale Mutua	4,4	4,3	4,3	3,9	4,3
9.	Gruppo Zurich Italia*	3,1	2,7	3,1	2,9	2,7
10.	Altri operatori	9,6	11,3	12,5	15,7	17,2

\* I dati riportati sono relativi al solo ramo cauzioni.

Fonte: piano industriale 2010-2011, approvato dal Consiglio di amministrazione di SACE BT il 4 agosto 2009 e piano industriale aggiornato 2011-2013, approvato dal Consiglio di amministrazione di SACE BT il 24 novembre 2011.

(187) Di conseguenza, e conformemente al punto 3.2 della comunicazione sul credito all'esportazione, ogni vantaggio fornito all'impresa ha un effetto sugli scambi.

#### V.1.6. Applicazione del regolamento (CE) n. 1998/2006, del 15 dicembre 2006, relativo all'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato agli aiuti d'importanza minore ("de minimis")<sup>148</sup>

(188) Il regolamento (CE) n. 1998/2006 definisce una soglia sotto la quale si ritiene che gli aiuti non soddisfino tutti i criteri di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del trattato e non siano pertanto soggetti alla procedura di notifica di cui all'articolo 108, paragrafo 3. Alla luce degli importi degli aiuti concessi a SACE BT, la soglia di 200 000 EUR

---

I vantaggi finanziari elencati al punto 3.1, per i rischi assicurabili sul mercato [...] si traducono, inoltre, in differenze fra le coperture assicurative offerte per i rischi assicurabili sul mercato nei diversi Stati membri, alterando pertanto le condizioni di concorrenza tra le imprese di detti Stati" (sottolineatura della Commissione).

<sup>148</sup> GU L 379 del 28.12.2006, pag. 5.

prevista dal regolamento (CE) n. 1998/2006 non risulterebbe superata soltanto per quanto riguarda la seconda misura. Nel punto (128), la Commissione ha calcolato che gli aiuti concessi nell'ambito della seconda misura ammontano a 156 000 EUR.

- (189) Tuttavia, l'Italia non ha invocato il regolamento (CE) n. 1998/2006, né ha dimostrato che, al momento della concessione della seconda misura, SACE BT rispettava le condizioni specificate nel regolamento in questione.
- (190) Inoltre, il regolamento (CE) n. 1998/2006 non si applica alle imprese in difficoltà. A tale riguardo, l'Italia non ha considerato SACE BT un'impresa in difficoltà ai sensi degli orientamenti sul salvataggio e sulla ristrutturazione<sup>149</sup>. Tuttavia, l'Italia non ha fornito prove sufficienti a sostegno di questa posizione. Come indicato negli orientamenti sul salvataggio e sulla ristrutturazione, il livello crescente delle perdite, la sovrapproduzione e un basso o inesistente valore del capitale netto figurano fra i sintomi caratteristici di un'impresa in difficoltà. SACE BT ha registrato perdite significative sia nel 2008 (29,5 milioni di EUR circa) che nel 2009 (34 milioni di EUR circa), obbligando il suo azionista ad intervenire con una cospicua ricapitalizzazione. Inoltre, come sostiene l'Italia, già alla fine del primo semestre del 2009 gli attivi non erano sufficienti a coprire le riserve. Il fabbisogno di risorse finanziarie era infatti di 23 milioni di EUR alla fine del mese di giugno 2009 e di 68 milioni di EUR alla fine del 2009<sup>150</sup>.
- (191) In secondo luogo, anche se SACE BT fosse risultata ammissibile agli aiuti *de minimis*, prima di concedere tali aiuti, l'Italia avrebbe dovuto ottenere da SACE BT una dichiarazione relativa a qualsiasi altro aiuto *de minimis* ricevuto durante i due esercizi finanziari precedenti e l'esercizio finanziario in corso<sup>151</sup>. Inoltre, se l'Italia avesse voluto concedere a SACE BT un aiuto *de minimis*, avrebbe dovuto informare per iscritto la SACE BT circa l'importo potenziale dell'aiuto (espresso come equivalente sovvenzione lordo) e circa il suo carattere *de minimis*. L'Italia non ha fornito alla Commissione tali documenti.
- (192) Considerando quanto riportato sopra, la Commissione non può considerare la seconda misura un aiuto *de minimis*.

#### **V.1.7. Conclusione sull'esistenza degli aiuti di Stato**

- (193) Alla luce di quanto precede, la Commissione conclude che la seconda, la terza e la quarta misura costituiscono aiuti di Stato.

#### **V. 2. Qualifica di aiuti nuovi o aiuti esistenti**

- (194) Per quanto concerne la seconda, la terza e la quarta misura, la Commissione ritiene che esse non possano essere considerate concesse prima dell'accettazione da parte dell'Italia della comunicazione sul credito all'esportazione e che quindi vadano considerate aiuti nuovi.
- (195) In particolare, l'Italia ha accolto le raccomandazioni della comunicazione sul credito all'esportazione del 1997 non prima del 14 settembre 2001, quando ha accettato la

---

<sup>149</sup> Cfr. decisione di avvio del procedimento, punto (137).

<sup>150</sup> Cfr. la documentazione presentata dall'Italia con lettera dell'8 giugno 2010, allegato 7, pag. 29.

<sup>151</sup> Cfr. l'articolo 3, paragrafo 1 del regolamento (CE) n. 1998/2006.

versione della comunicazione sul credito all'esportazione del 2001 (cfr. punto (5) della decisione di avvio del procedimento). Dato che la seconda, la terza e la quarta misura sono state concesse dopo tale data, tali misure sono considerate aiuti nuovi.

(196) Esse vanno pertanto considerate aiuti illegali, in quanto l'Italia non le ha notificate alla Commissione prima di attuarle nel 2009.

### **V. 3. Compatibilità dell'aiuto potenziale con il mercato interno**

(197) Poiché è stato rilevato nel punto precedente che la seconda, la terza e la quarta misura costituiscono aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato, deve essere valutata la loro compatibilità con il mercato interno.

#### **V.3.1. Base giuridica per la valutazione della compatibilità**

(198) Non ritenendo che le misure costituissero aiuti, né l'Italia né SACE hanno fornito argomentazioni o elementi di prova sul rispetto delle condizioni di compatibilità delle misure. Come indicato al punto (81), l'Italia ha invocato la comunicazione sulla ricapitalizzazione e la comunicazione sulla ristrutturazione<sup>152</sup> quali criteri di compatibilità possibili per la terza e la quarta misura. Tuttavia, né l'Italia né SACE hanno addotto elementi a sostegno dell'argomentazione che le condizioni di cui a tali comunicazioni sarebbero state soddisfatte.

(199) La Commissione rammenta che, secondo i punti 3.2. e 4.1. della comunicazione sul credito all'esportazione, le esenzioni di cui all'articolo 107, paragrafi 2 e 3, del trattato al divieto di cui all'articolo 107, paragrafo 1, non si applicano ai rischi assicurabili sul mercato ("gli aiuti di Stato [...] di cui beneficiano gli assicuratori del credito all'esportazione pubblici o a sostegno pubblico per i rischi assicurabili sul mercato [...], possono provocare distorsioni della concorrenza e non possono quindi essere ammessi al beneficio delle deroghe previste dalle disposizioni del trattato CE sugli aiuti di Stato"). Pertanto non è possibile trovare alcuna giustificazione che sancisca la compatibilità degli aiuti a favore degli assicuratori del credito che operano nel settore dei rischi assicurabili sul mercato.

(200) La Commissione dimostrerà comunque che le tre misure di aiuto non avrebbero in ogni caso soddisfatto alcuna delle condizioni necessarie per essere considerate compatibili ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, del trattato.

#### **V.3.2. Compatibilità con gli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà ("Orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione")<sup>153</sup>**

(201) Gli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione definiscono gli aiuti per il salvataggio aiuti a breve termine, concessi in linea di principio per un periodo di durata non superiore a sei mesi, per dare al beneficiario la possibilità di elaborare un piano dettagliato di ristrutturazione o di liquidazione. Per loro natura, gli aiuti per il

---

<sup>152</sup> Comunicazione della Commissione - La ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazione degli aiuti al minimo necessario e misure di salvaguardia contro indebite distorsioni della concorrenza, GU C 10 del 15.1.2009, pag. 2.

<sup>153</sup> Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà, GU C 244 dell'1.10.2004, pag. 2.

salvataggio sono temporanei e reversibili. Gli aiuti per il salvataggio consistono generalmente in garanzie sui prestiti o in prestiti concessi a un'impresa in difficoltà le cui prospettive future sono sottoposte a valutazione.

(202) Per quanto riguarda la possibilità che la seconda misura sia considerata compatibile in quanto aiuto al salvataggio, la Commissione osserva che tale misura non presenta le caratteristiche di un sostegno finanziario né aveva come obiettivo principale quello di mantenere in attività SACE BT. Di conseguenza, la seconda misura non può essere qualificata come aiuto per il salvataggio. Per quanto riguarda la terza e la quarta misura, queste non possono qualificarsi come aiuti per il salvataggio dal momento che consistono in un conferimento di capitale permanente ed irreversibile.

(203) Secondo gli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione, i beneficiari degli aiuti alla ristrutturazione:

a) devono dimostrare di poter ottenere una redditività a lungo termine senza aiuti di Stato entro un periodo di tempo ragionevole;

b) devono dimostrare di contribuire almeno per il 50% ai costi di ristrutturazione per le imprese di grandi dimensioni (o meno, nel caso di piccole e medie imprese), utilizzando risorse proprie;

c) devono adottare misure che permettano di affrontare le distorsioni della concorrenza provocate dagli aiuti, in particolare attraverso riduzioni di capacità e cessioni di elementi dell'attivo che vanno al di là di quanto è ritenuto necessario per ripristinare la redditività.

(204) Tuttavia, la Commissione osserva che la seconda, la terza e la quarta misura non soddisfano le condizioni per essere considerate compatibili in quanto aiuti per il salvataggio ai sensi degli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione e rileva, per esempio, i seguenti problemi:

a) in primo luogo, il piano industriale del 2009 per il periodo 2010-2011 non dimostra che SACE BT sarebbe stata in grado di generare una redditività a lungo termine conforme al mercato (cfr. le sezioni V.1.1.3, V.1.1.4 e V.3.4 della valutazione);

b) in secondo luogo, non era prevista alcuna misura volta a limitare la distorsione della concorrenza. Al contrario, secondo l'Italia, SACE BT prevedeva di aumentare enormemente la propria presenza sul mercato, fino a raggiungere una quota di mercato del [...] % nel 2011 nel settore dell'assicurazione del credito e delle cauzioni, e di diventare il [...] operatore di mercato dell'assicurazione del credito entro il 2011.

### **V.3.3. Compatibilità con la comunicazione sul credito all'esportazione e il quadro di riferimento temporaneo**

(205) Poiché la seconda, la terza e la quarta misura sono state illegittimamente concesse nel 2009, conformemente con la comunicazione della Commissione relativa alla determinazione delle norme applicabili alla valutazione degli aiuti di Stato illegalmente concessi<sup>154</sup>, la Commissione ne valuta la compatibilità alla luce delle disposizioni di cui alla comunicazione sul credito all'esportazione in vigore all'epoca (cioè, la

---

<sup>154</sup> GU C 119 del 22.5.2002, pag. 22.

comunicazione sul credito all'esportazione del 1997, successivamente modificata e prorogata nel 2001<sup>155</sup>, nel 2004<sup>156</sup> e nel 2005<sup>157</sup>)<sup>158</sup>.

- (206) Ai sensi del punto 4, paragrafo 2, della comunicazione sul credito all'esportazione, gli Stati membri sono stati invitati a modificare all'occorrenza i loro regimi di assicurazione dei crediti all'esportazione per i rischi assicurabili sul mercato, in modo tale che la concessione di aiuti di Stato, nelle forme in seguito citate, agli assicuratori pubblici o che beneficiavano di sostegno pubblico per tali rischi avesse termine entro un anno dalla pubblicazione della comunicazione. Fra le misure vietate di cui al punto 4, paragrafo 2, lettera d), della comunicazione sul credito all'esportazione figurano i *“conferimenti di capitale o altre forme di finanziamento in casi in cui un investitore privato che operi alle normali condizioni di mercato non investirebbe nell'impresa o a condizioni che un investitore privato non accetterebbe”*. Pertanto, la terza e la quarta misura, che consistono in ricapitalizzazioni, non risultano compatibili con la comunicazione sul credito all'esportazione. Poiché il quadro di riferimento temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi finanziaria ed economica<sup>159</sup> applicabile all'epoca in cui sono state concesse le misure non riguarda i conferimenti pubblici di capitale, la terza e la quarta misura non possono essere considerate compatibili ai sensi di tale quadro legislativo.
- (207) Per quanto riguarda la **seconda misura**, al punto (142) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha espresso dubbi sulla sua compatibilità con la comunicazione sul credito all'esportazione e il quadro di riferimento temporaneo.
- (208) La clausola di salvaguardia prevista di cui alla comunicazione sul credito all'esportazione (e confermata dal quadro di riferimento temporaneo) è volta a risolvere il problema di una temporanea indisponibilità di copertura assicurativa per gli esportatori. Essa permette quindi, durante il periodo di crisi, di erogare una copertura assicurativa o riassicurativa garantita dallo Stato conformemente alle norme sugli aiuti di Stato, alle seguenti condizioni: lo Stato membro deve dimostrare l'indisponibilità sul mercato di una copertura assicurativa per il credito all'esportazione a breve termine per gli esportatori, fornendo sufficienti elementi di prova dell'indisponibilità della copertura dei rischi sul mercato dell'assicurazione privata; il sistema deve essere aperto a tutti gli operatori e lo Stato deve applicare un prezzo conforme a quello praticato dagli operatori privati per i rischi coperti (nella prassi decisionale, tale disposizione è stata interpretata nel senso che lo Stato, coprendo un rischio residuo, dovrebbe applicare una commissione più alta).
- (209) In primo luogo, affinché l'Italia potesse soddisfare le condizioni di ricorso alla clausola di salvaguardia, la Commissione aveva invitato l'Italia ad inviare i relativi elementi di prova. Tuttavia, l'Italia ha deciso di non avvalersi della clausola di salvaguardia. SACE

---

<sup>155</sup> GU C 217 del 2.8.2001, pag. 2.

<sup>156</sup> GU C 307 dell'11.12.2004, pag. 12.

<sup>157</sup> GU C 325 del 22.12.2005, pag. 22.

<sup>158</sup> Dopo essere stata nuovamente modificata nel 2010 (GU C 329 del 7.12.2010, pag. 6), dopo l'adozione delle misure in questione, la comunicazione sul credito all'esportazione è stata sostituita da una nuova comunicazione sull'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine (GU C 392 del 19.12.2012, pag. 1), che si applica soltanto a partire dal 1° gennaio 2013 (*“la nuova comunicazione sul credito all'esportazione”*). In ogni caso, la Commissione osserva, a fini di completezza, che la sua valutazione, che viene illustrata nei paragrafi seguenti, non sarebbe stata diversa alla luce delle disposizioni di cui alla nuova comunicazione sul credito all'esportazione.

<sup>159</sup> GU C 16 del 22.1.2009, pag. 1.

ha risposto di non trovare pertinente la richiesta della Commissione di fornire informazioni che potessero dimostrare l'indisponibilità sul mercato di copertura assicurativa per gli esportatori.

- (210) In secondo luogo, l'Italia e SACE hanno ribadito la rispettiva posizione secondo cui l'erogazione della riassicurazione da parte di SACE era aperta a tutti gli operatori del mercato, come previsto dallo statuto di SACE. Nella fattispecie, SACE è intervenuta fornendo all'assicuratore SACE BT una copertura riassicurativa cui, secondo quanto dichiarato, avevano accesso anche gli altri assicuratori privati. Tuttavia, non disponiamo di alcuna prova che dimostri una indisponibilità sul mercato di copertura assicurativa del credito all'esportazione a breve termine per gli esportatori. Poiché la disponibilità limitata di copertura sembrerebbe avere interessato anche altri operatori del mercato, la Commissione non dispone di elementi di prova comprovanti il fatto che altri operatori, oltre a SACE BT, abbiano incontrato difficoltà a reperire sul mercato la copertura riassicurativa e, in tal caso, se anch'essi avrebbero potuto ottenere da SACE tale copertura, alle stesse condizioni. In realtà, nessuno degli operatori ha richiesto tale copertura. In assenza di tali informazioni, la Commissione non può determinare se la misura sia proporzionale all'obiettivo di porre rimedio al grave turbamento dell'economia italiana. Risulta pertanto necessario concludere che, invece di applicare una misura aperta a tutti gli operatori, l'Italia ha attuato una misura selettiva a favore di un solo operatore, SACE BT.
- (211) In terzo luogo, per quanto riguarda il premio applicato, come indicato in precedenza SACE non ha applicato un prezzo maggiore, ma un prezzo pari a quello praticato dai riassicuratori privati, assumendo però un rischio più elevato (in quanto residuo e molto maggiore) che gli operatori del mercato non erano disposti ad assicurare, a causa della situazione del mercato e della situazione finanziaria di SACE BT.
- (212) Infine, la Commissione osserva che l'importo dell'aiuto calcolato per la seconda misura, pari a 156 000 EUR, non può essere dichiarato compatibile con il mercato interno sulla base delle condizioni di cui al punto 4.2.2. del quadro di riferimento temporaneo, perché tale misura non è stata concessa sotto forma di regime e perché non risulta che sia stata presentata la dichiarazione sugli aiuti *de minimis*.
- (213) In conclusione, l'aiuto, così come è stato concesso nel quadro della seconda misura, non è in linea con le disposizioni di cui alla comunicazione sul credito all'esportazione e al quadro di riferimento temporaneo.

#### **V.3.4. Compatibilità ai sensi della comunicazione sulla ricapitalizzazione e della comunicazione sulle misure di ristrutturazione**

- (214) Nel punto (144) della decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha espresso dubbi sul fatto che la terza e la quarta misura fossero compatibili con la comunicazione sulla ricapitalizzazione e con la comunicazione sulle misure di ristrutturazione del settore finanziario nel contesto della crisi. Poiché la seconda misura è stata concessa durante la crisi finanziaria, la Commissione valuterà anche la sua compatibilità alla luce di tale quadro giuridico.
- (215) Dopo avere esaminato le osservazioni dell'Italia e di SACE alla decisione di avvio del procedimento, la Commissione ha constatato che le informazioni trasmesse erano ancora insufficienti per consentire una valutazione completa delle misure in quanto

possibili aiuti alla ristrutturazione; nel febbraio 2012, la Commissione ha offerto all'Italia la possibilità di fornire ulteriori elementi sull'eventuale compatibilità delle misure e di presentare un vero e proprio piano di ristrutturazione, in linea con la comunicazione sulle misure di ristrutturazione. La lettera della Commissione conteneva i principali elementi che il piano di ristrutturazione avrebbe dovuto comprendere e i riferimenti ai pertinenti punti della comunicazione sulle misure di ristrutturazione.

- (216) La Commissione ha notato che i documenti presentati dall'Italia erano costituiti da una semplice raccolta di documenti interni di SACE, che miravano a ribadire la posizione dell'Italia secondo la quale le tre misure attuate nel corso del 2009 non sono imputabili allo Stato e soddisfano il criterio dell'investitore operante in un'economia di mercato.
- (217) La Commissione rileva che, al momento della concessione delle tre misure, l'Italia non aveva previsto la possibilità di presentare alla Commissione piano di ristrutturazione conformemente a quanto previsto dalla comunicazione sulle misure di ristrutturazione. L'Italia sostiene che le misure di ristrutturazione in questione non sono state nemmeno richieste dall'Istituto nazionale per la vigilanza, l'ISVAP.
- (218) Ai sensi del punto 10 della comunicazione sulle misure di ristrutturazione, il piano di ristrutturazione dovrebbe individuare le cause delle difficoltà e le debolezze del beneficiario dell'aiuto ed illustrare il modo in cui le misure di ristrutturazione proposte pongono rimedio ai problemi del beneficiario. Al riguardo, l'Italia sostiene che la crisi di SACE BT non sia stata causata da processi interni, da variazioni della domanda o da altri fattori che imporrebbero un profondo ripensamento del modello aziendale e una successiva ristrutturazione, quanto piuttosto dal significativo incremento dei sinistri innescato dalla crisi. La Commissione non ritiene che tali informazioni siano sufficienti, in particolare in quanto SACE BT ha subito gravi perdite nel 2008 e nel 2009. Inoltre, i riassicuratori privati hanno espresso timori per la situazione della società, rifiutando di partecipare alla copertura riassicurativa di SACE BT per il 2009. Infine, SACE BT non era riuscita a diventare redditizia nei suoi primi anni di attività (2005-2007), in contrasto con le previsioni del piano aziendale. Ciò dimostra che le difficoltà incontrate da SACE BT non sono state innescate solamente dalla crisi finanziaria, ma anche da debolezze proprie.
- (219) Per quanto riguarda il ripristino della redditività a lungo termine, la Commissione osserva che a partire dal 2009 SACE BT è stata oggetto di alcune trasformazioni che hanno riguardato processi organizzativi, gestionali e commerciali. Fra le misure adottate per migliorare la propria situazione, SACE BT ha incrementato i premi, ridotto i costi e introdotto cambiamenti a livello degli organi di gestione. Inoltre, il 25 febbraio 2009 SACE BT ha ceduto la propria partecipazione in KUP.
- (220) Tuttavia, la Commissione ritiene che tali misure non siano state sufficienti per innescare l'aspettativa di un ripristino della redditività a lungo termine di SACE BT.
- (221) Le previsioni effettuate in quel periodo nel piano industriale 2010-2011, approvato il 4 agosto 2009 (in concomitanza con l'adozione della quarta misura), relative soltanto ai due anni successivi, indicavano il raggiungimento del pareggio di bilancio (*break-even*) nel secondo anno dell'esercizio di previsione, il 2011, ma non un ritorno alla redditività. Non esistevano quindi elementi di prova relativi alla possibilità del ripristino di una congrua redditività entro un termine ragionevolmente breve, in linea di principio non superiore ai cinque anni, vale a dire al più tardi entro la fine del 2014. Inoltre, le ipotesi

di base avrebbero dovuto essere spiegate e sottoposte a test di stress. L'Italia non ha fornito informazioni in proposito.

- (222) L'Italia ha presentato un aggiornamento del piano industriale per il periodo 2011-2013, approvato il 24 novembre 2011, vale a dire due anni dopo la concessione delle misure. L'obiettivo di SACE BT di migliorare gradualmente il rendimento (ROE) in modo da raggiungere [...], assunto nella riunione del Consiglio di amministrazione della società del 24 novembre 2011, non risulta suffragato da previsioni finanziarie sufficientemente dettagliate e attendibili, come richiesto nella comunicazione sulle misure di ristrutturazione. Stando alle previsioni finanziarie della fine del 2011, nel 2013 SACE BT prevede di raggiungere un ROE al lordo delle imposte pari ad appena il [...] %, che corrisponde ad un ROE al netto delle imposte del [...] %. Quest'ultimo valore è manifestamente inferiore al costo del capitale, che l'Italia aveva in precedenza stimato pari al [5-10] % circa.
- (223) In linea con i punti 22 e 23 della comunicazione sulle misure di ristrutturazione, il piano di ristrutturazione avrebbe dovuto dimostrare che l'aiuto concesso fosse limitato al minimo necessario, ovvero che consistesse in un aiuto finalizzato al ripristino della redditività di SACE BT e non alla penetrazione in nuovi mercati o nuovi segmenti di mercato. Al contrario, i dati presentati indicano che, durante la crisi, SACE BT ha lievemente incrementato la propria presenza sul mercato italiano del ramo credito e cauzioni, passando dal 6° posto del 2008 al 5° posto del 2010 (nello stesso periodo, ad esempio, Atradius ha ridotto la propria presenza sul mercato, scendendo dal 3° al 6° posto) (cfr. tabella 6).
- (224) In sintesi, gli elementi di base di un piano di ristrutturazione, quali ad esempio l'individuazione delle difficoltà, la redditività prevista nel quadro di uno scenario di base e di uno scenario di stress, la limitazione dell'importo degli aiuti al minimo necessario e la natura compensativa delle misure, sono del tutto assenti.
- (225) In conclusione, anche se i provvedimenti presentati dall'Italia e il piano industriale aggiornato per il periodo 2011-2013 dovessero essere accettati come un piano di ristrutturazione, essi non soddisfano i requisiti del piano di ristrutturazione di cui alla comunicazione sulle misure di ristrutturazione.
- (226) Per quanto riguarda la comunicazione sulla ricapitalizzazione, essa definisce le condizioni che gli strumenti di ricapitalizzazione devono rispettare. Se tali condizioni sono rispettate, l'aiuto può essere temporaneamente approvato. Per essere definitivamente approvati, gli aiuti alla ricapitalizzazione devono essere accompagnati da un piano di ristrutturazione conforme alla comunicazione sulle misure di ristrutturazione. Tuttavia, non esisteva alcun piano conforme alla comunicazione sulle misure di ristrutturazione. Non è pertanto necessario valutare se le caratteristiche della terza e della quarta misura rispettano la comunicazione sulle misure di ricapitalizzazione in quanto, in ogni caso, esse non potrebbero essere considerate compatibili.

### ***V.3.5. Conclusioni sulla compatibilità***

- (227) Sulla base delle informazioni disponibili, la Commissione non ha individuato elementi che inducano a ritenere che la seconda, la terza e la quarta misura siano compatibili. La Commissione constata che l'Italia non ha colto l'opportunità di fornire gli elementi

necessari che avrebbero permesso di considerare gli aiuti concessi nell'ambito della seconda, della terza e della quarta misura aiuti compatibili alla ristrutturazione. I documenti presentati non soddisfano i requisiti di cui alla comunicazione sulle misure di ristrutturazione, in quanto i requisiti cumulativi di compatibilità degli aiuti alla ristrutturazione, cioè il ripristino della redditività a lungo termine, la limitazione degli aiuti al minimo necessario e l'adozione di misure per limitare la distorsione della concorrenza, non risultano soddisfatti.

## **VI. Conclusione**

(228) La Commissione constata che la dotazione iniziale di capitale di 100 milioni di EUR sotto forma di capitale sociale e il conferimento di capitale per il fondo riserve (il cosiddetto "fondo di organizzazione") pari a 5,8 milioni di EUR cui SACE ha provveduto per la costituzione di SACE BT nel 2004 (prima misura) non hanno conferito vantaggi a SACE BT e quindi non costituiscono un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato.

(229) La Commissione constata che l'Italia ha dato illegalmente esecuzione agli aiuti concessi nell'ambito della seconda, della terza e della quarta misura in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato e conclude che gli aiuti devono essere recuperati,

## **HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:**

### **Articolo 1**

La dotazione iniziale di capitale di 105,8 milioni di EUR, messa a disposizione da SACE per la costituzione di SACE BT nel 2004, comprendente il capitale sociale, interamente versato da SACE, pari ad un importo di 100 milioni di EUR, e il contributo di SACE di 5,8 milioni di EUR destinato al fondo riserve di SACE BT ("Fondo di organizzazione") non costituisce un aiuto ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato.

### **Articolo 2**

La riassicurazione in eccesso di sinistro del 74,15% fornita da SACE a SACE BT il 5 giugno 2009 contiene un elemento di aiuto, che è stato attuato in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato e che non è compatibile con il mercato interno.

L'elemento di aiuto contenuto nella misura corrisponde alla differenza tra la commissione di riassicurazione che un riassicuratore privato avrebbe applicato per una porzione così elevata di copertura riassicurativa e la commissione applicata a SACE BT. In linea con la prassi decisionale della Commissione<sup>160</sup>, la Commissione ritiene che la commissione relativa ad una

---

<sup>160</sup> Cfr. la decisione C(2011) 7756 def. della Commissione del 23.11.2011 nella causa SA.27386 (C 28/2010) – Regime di assicurazione del credito all'esportazione a breve termine – Portogallo, non ancora pubblicata.

porzione così elevata di copertura riassicurativa e di rischio avrebbe dovuto essere superiore almeno del 10% rispetto a quella applicata dai riassicuratori privati per la porzione minore di copertura riassicurativa e di rischio. A fronte dell'importo pari a 1,56 milioni pagati da SACE BT a SACE, l'aiuto da recuperare equivale a 156 000 EUR.

### **Articolo 3**

La ricapitalizzazione di SACE BT effettuata il 18 giugno 2009 sotto forma di un versamento di 29 milioni di EUR a copertura delle perdite registrate da SACE BT nel 2008 costituisce un aiuto che è stato attuato in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato e che non è compatibile con il mercato interno.

### **Articolo 4**

La ricapitalizzazione di SACE BT effettuata il 4 agosto 2009, allorquando l'Assemblea ordinaria degli azionisti di SACE BT ha approvato il versamento da parte di SACE della somma di 41 milioni di EUR nel conto capitale di SACE BT costituisce un aiuto, che è stato attuato in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato e che non è compatibile con il mercato interno.

### **Articolo 5**

1. L'Italia recupererà presso SACE BT gli aiuti non compatibili di cui agli articoli 2, 3 e 4.
2. Le somme da recuperare comprendono gli interessi che decorrono dalla data in cui sono stati posti a disposizione di SACE BT e fino al loro effettivo recupero, cioè per la somma di 156 000 EUR, a partire dal 5 giugno 2009 (articolo 2), per la somma di 29 milioni di EUR, a partire dal 18 giugno 2009 (articolo 3) e per la somma di 41 milioni di EUR, a partire dal 4 agosto 2009 (articolo 4).
3. Gli interessi saranno calcolati secondo il regime dell'interesse composto, a norma del capo V del regolamento (CE) n. 794/2004<sup>161</sup>.
4. Il recupero degli aiuti deve essere immediato ed efficace.
5. L'Italia garantisce l'esecuzione della presente decisione entro quattro mesi dalla data della sua notifica.

### **Articolo 6**

1. Entro due mesi dalla notifica della presente decisione, l'Italia trasmette le seguenti informazioni:
  - a) l'importo complessivo (capitale e interessi del recupero) da recuperare presso SACE BT;
  - b) la descrizione dettagliata delle misure già adottate e previste per conformarsi alla presente decisione;
  - c) i documenti attestanti che a SACE BT è stato ingiunto il rimborso dell'aiuto.
2. L'Italia informa la Commissione dei progressi delle misure nazionali adottate per l'esecuzione della presente decisione fino al completo recupero degli aiuti di cui agli

---

<sup>161</sup> GU L 140 del 30.4.2004, pag. 1.

articoli 2, 3 e 4. Trasmette immediatamente, dietro semplice richiesta della Commissione, le informazioni sulle misure già adottate e previste per conformarsi alla presente decisione. Fornisce inoltre informazioni dettagliate riguardo all'importo dell'aiuto e degli interessi già recuperati presso SACE BT.

#### **Articolo 7**

La Repubblica italiana è destinataria della presente decisione.

Fatto a Bruxelles, il 20.03.2013

Per la Commissione

Joaquín ALMUNIA  
Vicepresidente

---

Avviso

Ove la presente decisione dovesse contenere informazioni riservate da non divulgare, si prega informarne la Commissione entro quindici giorni lavorativi dalla data di ricezione della stessa. Qualora non riceva una domanda motivata in tal senso entro il termine indicato, la Commissione presumerà il tacito assenso alla pubblicazione del testo integrale della decisione. Le richieste motivate devono pervenire per lettera raccomandata o fax al seguente indirizzo:

Commissione europea  
Direzione generale della Concorrenza  
Protocollo Aiuti di Stato  
Rue de la Loi/Wetstraat, 200  
1049 Bruxelles  
Belgium  
Fax n. +32-2-296 12 42

### Informazioni sugli importi degli aiuti ricevuti, da recuperare e già recuperati

Identità del beneficiario	Totale importo di aiuti ricevuti nel quadro del regime (°)	Totale importo di aiuti da recuperare (°) (capitale)	Totale importo già recuperato (°)	
			capitale	interessi

(°)In milioni di moneta nazionale