

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SECRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Crescita sostenibile, internazionalizzazione e intervento pubblico nell'economia: il paradigma SIMEST S.p.A.

SOMMARIO: 1. Attivismo degli investitori istituzionali e sostenibilità. – 2. Il profilo di SIMEST e dei fondi da essa gestiti. – 3. Le caratteristiche dell'operatività di SIMEST. – 4. La compatibilità degli interventi di SIMEST con la normativa europea in materia di "aiuti di Stato". – 5. Il paradigma SIMEST: internazionalizzazione e crescita in chiave sostenibile delle imprese partecipate. – 6. Considerazioni conclusive.

1. Attivismo degli investitori istituzionali e sostenibilità.

Con comunicazione del 24 settembre 2020 (COM(2020) 590 *final*), la Commissione europea ha adottato il piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali (c.d. *Capital Markets Union* ovvero, *breviter*, CMU) al fine, tra l'altro, di "accelerare la ripresa dell'UE dalla pandemia di COVID-19 (...), fornire i finanziamenti necessari per conseguire risultati rispetto al Green Deal europeo (...) [e] rendere l'Europa adatta all'era digitale e in grado di affrontare le sue sfide sociali"¹.

Il piano d'azione ha individuato talune misure da attuare nel lungo termine per il completamento della CMU (ora *Savings and Investment Union* ovvero, *breviter*, SIU)², fra cui le seguenti: (i) rendere le imprese

¹ Si fa riferimento alla Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni del 24 settembre 2020, dal titolo "Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione", disponibile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu. In arg. cfr., *ex multis*, G. STRAMPELLI, *Sostenibilità, semplificazione e armonizzazione: il difficile equilibrio tra gli obiettivi della disciplina europea in materia di finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2025, 486 ss.

² Si v. sul punto F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 241 ss.; F. ANNUNZIATA, *Fondi di investimento e mercati privati del credito, tra diritto societario e regolazione finanziaria*, in *Riv. soc.*, 2025, 560 ss.; M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la Capital Markets Union*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2024, 20 ss. Con particolare riferimento alle iniziative rivolte agli investitori c.d. "retail" nell'ambito della CMU, cfr. F. ANNUNZIATA, *Spunti per lo sviluppo di un mercato dei capitali europeo rivolto agli investitori "retail"*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, 709 ss.

maggiormente visibili per gli investitori transfrontalieri attraverso, tra l'altro, il miglioramento della disponibilità e accessibilità dei dati relativi alla sostenibilità, al fine di incentivare gli investimenti³; (ii) sostenere i veicoli di investimento che canalizzano i finanziamenti a favore di progetti a lungo termine, specie in favore di “*imprese non quotate in borsa, PMI quotate e progetti infrastrutturali in ambito sociale, dei trasporti e dell'energia sostenibile al fine di sostenere la crescita verde*”⁴; (iii) incentivare gli investitori istituzionali ad operare secondo logiche di lungo periodo⁵; e (iv) introdurre misure volte a rafforzare e rendere meno oneroso l'impegno degli azionisti e l'esercizio dei diritti loro spettanti in merito alle modalità di gestione delle società partecipate – specie con riferimento ai temi di

³ Cfr. M. GARGANTINI e M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2023, 637 ss. In arg. sia consentito anche il rinvio a L. LOCCI, *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da Covid-19*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 124 ss.

⁴ Con particolare attenzione alla posizione delle PMI nell'ambito della CMU cfr. D. ROSSANO, *Le PMI quotate alla luce del rinnovato contesto di mercato*, in *Rassegna di diritto pubblico europeo*, 2024, 57 ss.

⁵ Cfr. G. STRAMPELLI, *ESG, disclosure di sostenibilità e stewardship degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, 828 ss.

sostenibilità⁶ – anche mediante ricorso all’utilizzo di nuove tecnologie digitali⁷.

In questa prospettiva, il nuovo piano d’azione varato dalla Commissione europea attribuisce agli *investitori istituzionali* un ruolo centrale nel perseguimento degli obiettivi di sostenibilità sottesi al completamento della SIU⁸. Questi ultimi, infatti, sono dotati di strutture organizzative articolate e di strumenti di *engagement* avanzati che consentono loro di individuare le imprese *target* più meritevoli presenti sul mercato per poi, una volta perfezionato l’investimento, orientare la gestione delle società partecipate verso una crescita sostenibile delle stesse nel medio-lungo periodo⁹.

⁶ In arg. cfr., senza pretesa di esaustività, A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 83 ss.; ID, *La mutazione dell’impresa affetta dal virus: spunti per una ricerca di diritto dell’economia*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, 76 ss.; C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss.; D. ROSSANO, *Il fenomeno del “greenwashing” alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva “green claims”*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 601 ss.; E. BARCELLONA, *Shareholderism versus Stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al profitto*, Milano, 2022; F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d’impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1 ss.; G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di “sostenibilità”*, in *Contr. Impr.*, 2021, 721 ss.; G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, *EUSFiL Research Working Paper* n. 1/2020, disponibile al sito www.eusfil.eu/working-paper; L. A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 91 ss.; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, M. Passalacqua (a cura di), Padova, 2021, 69 ss.; U. TOMBARI, *“Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019.

⁷ Cfr. M. PELLEGRINI, *Innovazione tecnologica e diritto dell’economia*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 40 ss.

⁸ In arg. cfr., tra gli altri, C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 95 ss.; L. ORCIANI, *Il ruolo dell’assemblea degli azionisti nello sviluppo delle politiche di sostenibilità: say on pay, say on climate*, in *Giur. comm.*, 2025, 912 ss.

⁹ Cfr. L. ENRIQUES e G. STRAMPELLI, *The Dialogue Between Corporations and Institutional Investors: an introduction*, in *Board-Shareholder Dialogue. Best Practices, Legal Constraints and Policy Options*, a cura di L. Enriques e G. Strampelli, Cambridge, 2024, disponibile all’indirizzo www.ssrn.com; G. STRAMPELLI, *Can Black Rock Save the Planet? The Institutional Investors’ Role in Stakeholder Capitalism*, in *Harvard Business Law Review*, 2021, disponibile all’indirizzo www.journals.law.harvard.edu.

Trattasi, a ben vedere, di operatori sofisticati e “pazienti”, le cui politiche di investimento non contemplano acquisizioni con scopi speculativi da attuare nel breve periodo; essi prediligono, piuttosto, investimenti in imprese che presentino *ex ante* valide prospettive di sviluppo, da accompagnare in un percorso di crescita che conduca alla dismissione della partecipazione detenuta al termine del periodo di riferimento del *business plan* concordato con l’impresa destinataria dell’investimento¹⁰.

Ancorché il legislatore europeo individui nell’attivismo degli investitori istituzionali dotati delle caratteristiche suindicate una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati non finanziari delle società partecipate¹¹, vi è chi ha espresso perplessità in merito alla effettiva capacità di tali investitori di incentivare una gestione sostenibile delle imprese in portafoglio. Ciò sulla base, tra l’altro, dei limiti imposti dal mandato fiduciario ricevuto, che impone agli investitori in parola la ricerca di un profitto di natura finanziaria da trasferire (al netto dei costi di transazione) ai titolari dei fondi gestiti¹².

¹⁰ Si v. L. ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell’esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, 680 ss.; GUACCERO, *L’attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell’assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 410.

¹¹ In questo senso si v., ad esempio, il considerando (14) della Direttiva (UE) 2017/828 del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti, ove si legge che: «Un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite».

¹² Cfr. G. STRAMPELLI, *The Dubious Role of Institutional Investors in Driving the Green Transition: Legal and Economic Constraints*, in 19 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 2025, 373 ss., disponibile all’indirizzo www.brooklynworks.brooklaw.edu, ove si legge, tra l’altro, che «Although institutional investors are being called upon to play a central role in the transition to a more sustainable economic model, it is doubtful that investors can play such a role, as the difference between the two sides of the Atlantic - in the emphasis placed on the role of shareholders, and institutional investors in particular - illustrates. In fact, there are a number of factors that discourage institutional investors from assuming a leading role in the green transition. First, they

In questo contesto, il modello di investimento di SIMEST S.p.A. – società appartenente al gruppo Cassa depositi e prestiti, la cui *mission* istituzionale consiste nel fornire sostegno all'internazionalizzazione delle imprese italiane – costituisce un valido esempio di come gli investitori istituzionali possano fungere da volano per la crescita sostenibile delle imprese partecipate secondo schemi operativi che favoriscono la convergenza di interessi fra soci pubblici e soci privati¹³.

2. Il profilo di SIMEST e dei fondi da essa gestiti

SIMEST avvia la propria operatività nel 1991 con lo scopo di promuovere gli investimenti delle imprese italiane all'estero e fornire sostegno a queste ultime sotto il profilo tecnico e finanziario. SIMEST gestisce anche gli strumenti finanziari pubblici a supporto delle attività di crescita all'estero delle imprese italiane, dedicati soprattutto alle PMI. L'attività di gestione di tali fondi pubblici avviene sotto l'indirizzo del Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale (MAECI) in forza di apposite convenzioni.

Attraverso i suoi strumenti SIMEST affianca le imprese *target* per tutto il ciclo di sviluppo internazionale, dalla prima valutazione di apertura ad un nuovo mercato fino all'espansione attraverso investimenti diretti esteri. Le varie modalità di intervento attuabili da SIMEST e dai fondi da essa gestiti sono individuate ai sensi del quadro normativo e statutario che ne disciplina l'operatività; il tutto nel rispetto della normativa europea in materia di "aiuti di Stato", stante la natura pubblica delle risorse impiegate da SIMEST (in proprio e quale gestore dei predetti fondi).

In tale contesto, SIMEST può, in primo luogo, acquisire partecipazioni di minoranza nel capitale sociale delle società controllate di imprese italiane all'estero, sia attraverso risorse proprie sia in *blending* con il fondo rotativo per operazioni di *venture capital* di cui

have limited financial and human resources for this purpose. In addition, the pursuit of environmental and social objectives is only compatible with the strict fulfillment of asset managers' fiduciary duties to end clients to the extent permitted by their mandates». Cfr. anche M. MAUGERI, *Soci istituzionali e capitalismo "responsabile"*, in *Rivista ODC*, 2023, 836 ss.

¹³ Sul punto cfr. M. PASSALACQUA, *Numquam nega, raro adfirma: il rinnovato intervento dello Stato nell'economia*, in *Merc. conc. reg.*, 2021, 55 ss.

all'art. 1, comma 932, della l. 27 dicembre 2006, n. 296, di titolarità del MAECI e gestito da SIMEST.

La partecipazione diretta di SIMEST consente alle imprese partecipate di richiedere – oltre all'investimento iniziale in *equity* – anche ulteriori interventi attraverso l'erogazione di finanziamenti-soci, ferma restando la possibilità per SIMEST di sottoscrivere anche strumenti finanziari partecipativi delle società emittenti. Inoltre, per gli investimenti in Paesi extra-UE, oltre a beneficiare della partecipazione di SIMEST e del suddetto fondo di *venture capital*, le imprese italiane possono accedere anche a un contributo in conto interessi, che permette loro di abbattere il costo del debito relativamente al finanziamento della propria partecipazione al capitale di rischio.

A ciò si aggiunga che SIMEST può acquisire partecipazioni di minoranza anche in imprese italiane in relazione a progetti di espansione e di potenziamento internazionale delle stesse, con l'obiettivo di colmare il *gap* di sviluppo tuttora esistente rispetto agli altri Paesi europei e favorire la crescita internazionale delle imprese meno strutturate (ad es., PMI e società MidCap italiane)¹⁴.

Un ulteriore strumento di intervento di SIMEST è rappresentato dal fondo rotativo di cui all'articolo 2, primo comma, del decreto legge 28 maggio 1981, convertito, con modificazioni, dalla legge 29 luglio 1981, n. 394, che SIMEST gestisce ai sensi di legge e di apposite convenzioni stipulate con il MAECI. Tale strumento è tipicamente dedicato alla concessione di agevolazioni finanziarie a sostegno delle iniziative delle imprese italiane dirette alla loro promozione, sviluppo e consolidamento sui mercati internazionali per le diverse finalità individuate dal quadro normativo di riferimento, fra cui il sostegno alle imprese nei processi di transizione digitale o ecologica.

Peraltro, il perimetro di intervento del citato fondo 394 è stato da ultimo esteso attraverso l'introduzione, ad opera della legge di bilancio 2025 (cfr. l'art. 1, comma 474, lett. a, della legge 30 dicembre 2024, n. 207), di una nuova "*sezione crescita*", con dotazione finanziaria iniziale per l'anno 2025 di 100 milioni di euro, che SIMEST può impiegare per il perfezionamento di acquisizioni, anche in Italia, di quote non di controllo del capitale di rischio di piccole e medie imprese, nonché di

¹⁴ In arg. cfr. S. GILOTTA, *La quotazione delle piccole e medie imprese e il problema del costo della trasparenza*, in *Giur. comm.*, 2024, 1326 ss.

imprese a media capitalizzazione, partecipate da imprese italiane, al fine di sostenerne i processi di internazionalizzazione e la crescita sui mercati internazionali, a patto che tali operazioni siano effettuate a condizioni di mercato e in coerenza con il principio dell'operatore privato in una economia di mercato, in co-investimento con operatori privati e alle medesime condizioni applicate dagli stessi, o comunque non deteriori.

3. *Le caratteristiche dell'operatività di SIMEST*

Come anticipato, SIMEST è tenuta a strutturare e dare attuazione ai propri interventi in favore delle imprese *target* nel rispetto del plesso normativo e statutario ad essa applicabile¹⁵. In particolare, alla luce di tali previsioni normative e statutarie, è possibile delineare i seguenti passaggi essenziali in cui si articolano, di norma, le operazioni di investimento "partecipativo" effettuate da SIMEST:

1) preliminare sottoscrizione di un accordo di investimento fra SIMEST e l'impresa italiana finanziata (*partner*), che intende realizzare un'iniziativa di internazionalizzazione della propria attività, imperniato su una contribuzione in cassa in favore di una determinata società prenditrice controllata dal *partner*;

2) conseguente ingresso di SIMEST nel capitale sociale della società prenditrice (con quote di minoranza, entro il limite massimo del 49% del relativo capitale sociale) realizzato generalmente attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale sociale di quest'ultima (da liberarsi integralmente in denaro) ovvero mediante acquisto di azioni o quote della società *target*, con possibilità per SIMEST di erogare finanziamenti-soci in favore della società *target* in conformità al quadro normativo e statutario vigente;

3) remunerazione dell'investimento partecipativo effettuato da SIMEST garantita attraverso il seguente meccanismo: (a) impegno del *partner* a corrispondere personalmente un corrispettivo calcolato su base annuale in proporzione ai mezzi pecuniari immessi da SIMEST nel patrimonio della società *target* sotto forma di capitale sociale (e di

¹⁵ Si fa riferimento, in primo luogo, alla legge 24 aprile 1990 n. 100 e alle linee guida degli interventi di SIMEST previste da appositi decreti ministeriali e di attuazione.

eventuale riserva soprapprezzo) con previsione di interessi moratori in caso di ritardo nei relativi pagamenti da corrispondersi a date prestabilite; (b) impegno da parte di SIMEST a retrocedere al *partner* gli importi corrispondenti ad eventuali dividendi distribuiti in proprio favore dalla società *target*;

4) previsione di un obbligo di riacquisto della partecipazione nella società *target* da parte dell'impresa *partner* mediante assunzione di un impegno irrevocabile a vendere l'intera partecipazione da parte di SIMEST – e al contempo ad acquistarla da parte del *partner* – a una certa data prestabilita, con fissazione, in ogni caso, di un prezzo finale di trasferimento della partecipazione in misura tale da escludere perdite in conto capitale in capo a SIMEST;

5) rinuncia da parte di SIMEST a partecipare, di norma, alla gestione della società *target*, come si evince – oltre che dalle previsioni normative e statutarie che ne disciplinano l'operatività – anche da talune clausole contrattuali tipicamente contenute negli accordi di investimento di volta in volta stipulati, volte a sterilizzare il contributo gestorio del socio SIMEST.

In sintesi, durante il periodo del proprio investimento, SIMEST riceve la propria remunerazione periodica direttamente dal *partner* ed in maniera indipendente dal risultato economico conseguito dalla società *target*; e ciò, inoltre, con la garanzia di poter disinvestire la propria quota a prezzo fisso, in misura prestabilita (anche in questo caso a prescindere dall'andamento economico della società *target*).

Nella sostanza, quindi, l'intervento partecipativo effettuato da SIMEST nel capitale sociale della società *target* presenta i connotati essenziali della partecipazione a scopo di *finanziamento* (anche detto “finanziamento partecipativo” o “prestito partecipativo”), essendo caratterizzato, oltre che dall'acquisizione dello *status* di socio della *target*, da una remunerazione costituita da un *corrispettivo periodico fisso* (*i.e.* svincolato dai risultati economici della società *target*) e dal rimborso di una cifra almeno pari al valore nominale dell'investimento effettuato.

Coerentemente con quanto precede, per un verso l'ammontare dei dividendi distribuiti dalla *target* ed effettivamente percepiti da SIMEST non può superare la remunerazione complessiva promessa dal *partner* alla società e, per altro verso, SIMEST non partecipa al rischio imprenditoriale tipico dell'azionista (potendo disinvestire a prezzo fisso

predeterminato); di converso, SIMEST non gode dei poteri gestori generalmente connaturati all'assunzione dello *status socii*.

Peraltro, le considerazioni che precedono trovano conferma nel trattamento contabile riservato agli investimenti partecipativi di cui trattasi nel bilancio di SIMEST, in cui essi sono generalmente qualificati alla stregua di "*loans and receivables*" a fini IAS/IFRS.

4. *La compatibilità degli interventi di SIMEST con la normativa europea in materia di "aiuti di Stato"*

Fermo tutto quanto precede, resta fermo – anche in virtù dell'espresso richiamo contenuto nelle apposite linee direttrici del Ministero dello sviluppo economico, che integrano e danno attuazione alle previsioni normative e statutarie applicabili a SIMEST – che le decisioni di intervento di SIMEST dovranno essere assunte sulla base di parametri e con elementi tali da non configurare un aiuto di Stato, in applicazione dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea e delle discipline, degli orientamenti e delle comunicazioni della Commissione europea relative agli esistenti strumenti di aiuto di Stato.

In questa prospettiva, gli interventi di SIMEST tengono conto della circostanza per cui una misura di supporto pubblico (che quindi coinvolge per principio risorse "statali" sotto qualsiasi forma, secondo la definizione in senso lato intesa dalla Commissione UE)¹⁶ può essere qualificata come aiuto di Stato ai sensi dell'art. 107 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea qualora soddisfi tutte le seguenti condizioni:

A) se è (i) imputabile allo Stato e (ii) il potenziale vantaggio è concesso direttamente o indirettamente tramite risorse statali. In particolare, il requisito dell'imputabilità della misura allo Stato può essere considerato soddisfatto anche qualora la misura stessa sia in concreto conferita da un organismo privato o una impresa pubblica, dovendosi in tale ultimo caso valutare una serie di indizi di imputabilità

¹⁶ Cfr., tra l'altro, la Comunicazione della Commissione - Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio 2014/C 19/04 e Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE 2016/C 262/01 (GUUE C262 del 19 luglio 2016).

allo Stato elaborati dalla giurisprudenza¹⁷. Il trasferimento di risorse statali rilevante ai fini di un aiuto di Stato può configurarsi anche nel caso di trasferimento di risorse di un ente pubblico o privato designato o istituito dallo Stato e può assumere numerose forme quali sovvenzioni dirette, prestiti e garanzie nonché, per quanto di rilievo nel caso di specie, investimenti diretti nel capitale di imprese;

B) conferisce un vantaggio economico al/ai beneficiario/i. Con riferimento alle fattispecie in cui un soggetto statale interviene in veste di investitore, la presenza di un “vantaggio economico” è normalmente valutata sulla base del principio dell’investitore privato operante in un’economia di mercato (c.d. *test* MEIP): un’operazione economica posta in essere da un ente o impresa pubblica non è considerata come aiuto di Stato se, in circostanze analoghe, un investitore privato di dimensioni paragonabili che opera alle normali condizioni di un’economia di mercato avrebbe realizzato l’investimento in questione¹⁸.

Per stabilire se l’investimento dello Stato sia conforme alle condizioni di mercato, occorre che sia stata effettuata una valutazione *ex ante*, basata su dati obiettivi, verificabili e affidabili, tenendo conto delle informazioni disponibili alla data in cui l’intervento è stato deciso. Più in concreto, per stabilire se l’intervento statale sia o meno conforme

¹⁷ Secondo la giurisprudenza della Corte di Giustizia (*ex multis*, sentenze della Corte di Giustizia del 17 settembre 2014, causa C-242/13 *Commerz Nederland*, e del 16 maggio 2002, causa C-482/99, *Francia/Commissione*), costituiscono indizi dell’imputabilità allo Stato circostanze quali: (a) il fatto che l’organismo in questione non poteva adottare la decisione contestata senza tener conto delle esigenze dei pubblici poteri; (b) la presenza di legami organici tra l’impresa pubblica e lo Stato; (c) il fatto che l’impresa per il cui tramite gli aiuti sono stati accordati ha dovuto tener conto di direttive impartite da organismi pubblici; (d) la natura delle attività dell’impresa pubblica; (e) lo stato giuridico dell’impresa (ossia il fatto che questa sia soggetta al diritto pubblico o al diritto commerciale delle società), e (f) l’intensità del controllo esercitato dalle autorità pubbliche sulla gestione dell’impresa.

¹⁸ Cfr. la Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato del 19 luglio 2016, par. 74. Sentenze della Corte di Giustizia del 5 giugno 2012, causa C-124/10 P, *Commissione/EDF*; del 16 maggio 2002, causa C-482/99, *Francia/Commissione*, sentenza del Tribunale del 30 aprile 1998, causa T-16/96, *Cityflyer Express/Commissione*.

alle condizioni di mercato¹⁹, potranno essere presi in considerazione una pluralità di fattori che dipendono dalle specifiche circostanze del singolo caso. A tal fine, la prassi distingue essenzialmente due ipotesi²⁰: (1) i casi in cui la conformità dell'intervento dello Stato alle condizioni di mercato può essere determinata direttamente mediante dati di mercato riguardanti specificamente l'operazione. Tale caso ricorre tipicamente: (i) qualora l'intervento pubblico sia effettuato a condizioni di parità (*pari passu*) con operatori privati; oppure (ii) in ipotesi di cessione o acquisto di attivi o partecipazioni effettuati attraverso una procedura competitiva, trasparente e non discriminatoria; (2) le situazioni in cui, a causa dell'assenza dei requisiti di cui sopra, la conformità alle condizioni di mercato deve essere esaminata sulla base di altri metodi, in particolare (i) il confronto con *benchmark* basato su parametri di riferimento adeguati e che tenga conto di fattori quali, *inter alia*, la tipologia di operatore, la tipologia di operazione e il mercato, oppure (ii) l'analisi del tasso di rendimento sulla base rendimento interno che tenga conto dei flussi di cassa futuri che l'investitore si aspetta di ricevere nel corso dell'intera durata dell'investimento;

C) il vantaggio economico è conferito in maniera selettiva, *i.e.*, favorisce alcune imprese, la produzione di taluni beni o la fornitura di taluni servizi;

D) è suscettibile di falsare o minacciare di falsare la concorrenza, essendo in grado di rafforzare la posizione competitiva dell'impresa beneficiaria rispetto a quella dei suoi concorrenti;

E) incide sugli scambi tra Stati membri, potendo ostacolare o rendere più difficile la concorrenza (anche nella forma di accesso al mercato) da parte di imprese di altri Stati membri nel mercato in cui opera l'impresa beneficiaria.

Donde la precisazione che, qualora la decisione di intervento di SIMEST contenga elementi che possano determinare le condizioni per configurare un aiuto di Stato, per tali elementi l'intervento dovrà essere effettuato, in ogni caso, in conformità alle discipline, agli orientamenti e alle comunicazioni della Commissione europea relative agli esistenti

¹⁹ Sul principio dell'"investitore di mercato" cfr. G. ROSSI, *Pubblico e privato nell'economia semiglobalizzata. L'impresa pubblica nei sistemi permeabili e in competizione*, in *Riv. dir. pubbl. com.*, 2014, 39 ss.

²⁰ Cfr. la Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato del 19 luglio 2016, par. 73 e ss.

strumenti di aiuto di Stato ed ai corrispondenti regimi di aiuto autorizzati.

5. Il paradigma SIMEST: internazionalizzazione e crescita in chiave sostenibile delle imprese partecipate

Gli elementi distintivi dell'operatività di SIMEST e dei fondi da essa gestiti, come sintetizzati nei precedenti paragrafi, ne mettono in risalto le caratteristiche di investitore istituzionale la cui *mission* consiste nel supportare la crescita sostenibile – in chiave internazionale – delle imprese partecipate, nel rispetto del quadro normativo europeo a tutela della concorrenza²¹.

Il processo di investimento ha avvio con la selezione delle imprese più meritevoli sul mercato fra quelle che abbiano richiesto l'intervento di SIMEST per le finalità sopra indicate. A tal fine, SIMEST ha predisposto apposite piattaforme digitali che consentono di presentare le domande di intervento anche alle imprese meno strutturate, dando così il via all'*iter* istruttorio propedeutico al perfezionamento dell'operazione previa verifica dei relativi presupposti.

Già nella fase iniziale dell'investimento è possibile ravvisare la presenza di spiccati elementi di sostenibilità nel modello operativo di SIMEST. Ad esempio, l'individuazione dei requisiti di accesso agli investimenti è funzionale a privilegiare gli interventi in favore di PMI e società a media capitalizzazione (con un impegno di risorse di circa 8 miliardi di euro per il solo anno 2023) – e dunque società che, come noto, possono incontrare difficoltà nell'approvvigionarsi sul mercato dei capitali – coerentemente con le linee guida del nuovo piano europeo d'azione.

Con specifico riferimento alla nuova operatività di SIMEST a valere sulla c.d. "*sezione crescita*" del fondo a carattere rotativo istituito con d.l. 251/1981 (conv. in l.n. 394/1981), le relative linee direttive prevedono espressamente che possano beneficiare degli interventi del fondo solo le società che ottemperano alle disposizioni normative nazionali e comunitarie in ambito ESG e che agiscono in accordo con

²¹ Ciò, peraltro, in coerenza con l'attività del gruppo Cassa depositi e prestiti cui SIMEST appartiene; cfr. in arg. A. MATTOSCIÒ, *Il ruolo di Cassa depositi e prestiti nel settore delle infrastrutture sociali*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2024, 1230 ss.

le dichiarazioni e convenzioni, gli *standard*, i principi, le linee guida e le raccomandazioni generalmente accettate a livello internazionale, tra cui la Dichiarazione Universale dei Diritti Umani e le linee guida su ambiente, salute e sicurezza a livello di Unione europea. Al contrario, gli investimenti della sezione crescita sono preclusi alle imprese *target* che non operino in conformità con i principi ispiratori dei cd. *investimenti socialmente responsabili* (i.e. trasparenza, integrità e adeguatezza) secondo le linee guida delle associazioni internazionali degli operatori di settore. Inoltre, nell'ambito della politica di investimento della sezione crescita, è previsto che venga data priorità agli interventi in favore delle società *target* che siano certificate secondo *standard* internazionali sui temi ESG (quali a titolo esemplificativo ISO 14001, 50001, 45001, 9001).

Altro elemento distintivo in termini di sostenibilità del modello di investimento attuato da SIMEST è la capacità di creare impatti positivi sul territorio e sulle comunità di riferimento. Si pensi, ad esempio, al fatto che l'ultimo piano strategico di SIMEST (2023-2025) ha allocato ingenti risorse per gli interventi effettuati nei confronti di imprese colpite dal conflitto Russia-Ucraina e dai rincari energetici, nonché dalle alluvioni nel nord-Italia, oltre che per gli interventi in favore di imprese con sede operativa nel sud-Italia²².

A ciò si aggiunga che la selezione delle imprese *target* avviene avendo particolare riguardo all'elevato grado di sostenibilità e innovazione dell'iniziativa imprenditoriale destinataria dell'intervento. Si pensi, a titolo esemplificativo, al fatto che i primi investimenti effettuati all'indomani dell'avvio dell'operatività del fondo di *venture capital* gestito da SIMEST hanno avuto ad oggetto *start up* e PMI innovative italiane in settori ad alto contenuto tecnologico quali *space economy*, *foodtech*, *e-commerce* ed *e-grocery*.

Inoltre, la propensione di SIMEST per la crescita sostenibile delle imprese partecipate emerge con chiarezza anche dall'analisi di alcune previsioni contenute nei contratti di investimento che disciplinano l'impiego delle risorse pubbliche immesse da SIMEST nelle imprese *target*. Tali schemi contrattuali prevedono, tra l'altro, il riconoscimento

²² Si v. quanto riportato nel bilancio di esercizio di SIMEST al 31 dicembre 2024 (più recente versione disponibile alla data del presente contributo), visionabile all'indirizzo www.simest.it.

di alcune premialità in favore dell'impresa *partner* nell'operazione di investimento al conseguimento, da parte della società partecipata, di obiettivi ESG prestabiliti, quali ad esempio il raggiungimento di certe percentuali di inclusione di lavoro femminile e/o giovanile ovvero di determinati importi per spese di ricerca e sviluppo.

L'andamento di tali parametri (c.d. KPIs) in materia ESG è oggetto di puntuale rendicontazione da parte della società *target* a beneficio di SIMEST nell'ambito dei flussi informativi intercorrenti tra la società e i suoi soci. Ciò al fine di consentire alle competenti strutture di SIMEST di monitorare il raggiungimento (e il successivo mantenimento) di tali KPIs di sostenibilità e, quindi, di riconoscere al *partner* le premialità previste nel contratto di investimento in corrispondenza del raggiungimento di tali obiettivi.

6. Considerazioni conclusive

L'analisi dell'operatività di SIMEST e dei fondi da essa gestiti evidenzia un modello virtuoso di impiego delle risorse pubbliche a sostegno della crescita sostenibile, in chiave internazionale, delle imprese italiane.

SIMEST agisce – in proprio e in qualità di gestore dei fondi pubblici ad essa affidati – quale investitore istituzionale di minoranza, apportando risorse finanziarie in favore delle imprese *target* secondo politiche e schemi di investimento che incentivano una gestione sostenibile delle società in portafoglio da parte del *management* espressione del *partner* privato.

Tale modello operativo, da un lato, appare rispondente agli obiettivi programmatici individuati al livello di Unione europea ai fini della creazione della *Capital Markets Union* (oggi *Savings and Investment Union*) e, dall'altro lato, è rispettoso del quadro normativo europeo in materia di aiuti di Stato, atteso che l'investimento avviene *pari passu* con l'impresa italiana *partner* che intraprende l'iniziativa di internazionalizzazione, evitando dunque che si producano effetti distorsivi della concorrenza sul mercato interno dell'Unione.

Ne consegue che il modello SIMEST – al pari di altri strumenti noti al nostro ordinamento (quale, ad esempio, il c.d. "Patrimonio Rilancio" costituito da Cassa depositi e prestiti S.p.A. con apporti del Ministero

dell'economia e delle finanze)²³ – è un valido riferimento per la *partnership* fra soci pubblici e soci privati, in quanto favorisce la convergenza fra le strategie di investimento di operatori diversi verso la crescita sostenibile dell'impresa partecipata con vocazione internazionale.

²³ Cfr., A. SACCO GINEVRI, *Il private equity di Stato: il caso del "Patrimonio Rilancio"*, in *Analisi giur. econ.*, 2021, 93 ss.