DECISIONI

DECISIONE (UE) 2018/1616 DELLA COMMISSIONE

del 18 maggio 2018

relativa alla misura SA.12594 (C13a/2003) (ex NN/2002) cui la Francia ha dato esecuzione a favore di Orange (France Telecom)

[notificata con il numero C(2018) 2882]

(Il testo in lingua francese 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 le loro osservazioni conformemente ai detti articoli [1] e viste le osservazioni trasmesse,

considerando quanto segue:

1. PROCEDIMENTO

1.1. Il procedimento amministrativo

(1) Con lettera del 31 gennaio 2003 la Commissione ha comunicato alla Francia la sua decisione di avviare il procedimento di indagine formale di cui all'articolo 88, paragrafo 2, del trattato che istituisce la Comunità economica europea [2] (di seguito la «decisione di avvio del procedimento») in relazione alle misure finanziarie disposte dalle autorità francesi a favore di France Télécom (di seguito «FT»).

(2) La decisione di avvio del procedimento è stata notificata alla Francia il 31 gennaio 2003. Il 7 marzo 2003 è stata notificata alla Francia una rettifica, previa correzione degli errori materiali.

(3) Con lettere rispettivamente del 4 aprile 2003, 15 maggio 2003 e 29 gennaio 2004 la Francia ha comunicato alla Commissione informazioni complementari.

(4) La decisione della Commissione di avviare il procedimento è stata pubblicata nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* [3]. La Commissione ha invitato i terzi interessati a presentare le proprie osservazioni sulle misure di aiuto in questione.

(5) La Commissione ha ricevuto alcune osservazioni da parte degli interessati e il 16 maggio 2003 le ha trasmesse alla Francia. La Commissione ha ricevuto i commenti delle autorità francesi con lettere del 30 giugno e del 29 luglio 2003.

(6) Il 30 maggio 2003 la Commissione ha pubblicato il seguente bando di gara: «Servizi di supporto per valutare la conformità dell'aiuto finanziario, concesso dallo Stato francese a France Télécom, al principio dell'investitore operante in un'economia di mercato — Eventuale supporto per l'analisi economica del piano di ristrutturazione di France Télécom» [4]. Il 24 settembre 2003 il contratto di prestazione di servizi è stato aggiudicato all'agenzia NERA (di seguito «NERA» o «il consulente»).

(7) La Commissione ha inviato alle autorità francesi la relazione dell'agenzia NERA del 28 aprile 2004 (di seguito la «relazione NERA»), che consta di una parte giuridica e di una parte economica. Con lettere del 9 e del 21 giugno 2004 le autorità francesi hanno presentato osservazioni sulla relazione NERA.

---

[1] GU C 57 del 12.3.2003, pag. 5.

[2] Dal 1º dicembre 2009 gli articoli 87 e 88 del trattato CE sono diventati rispettivamente gli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea («TFUE»). In entrambi i casi le disposizioni sono sostanzialmente identiche. Ai fini della presente decisione, i riferimenti agli articoli 107 e 108 del TFUE si intendono fatti, ove opportuno, rispettivamente agli articoli 87 e 88 del trattato CE.

[3] Cfr. nota 1.

[4] 2003/S 103-091487.

(8) Il 3 agosto 2004 la Commissione ha notificato alle autorità francesi la sua decisione del 2 agosto 2004 con la quale dichiara che il prestito d'azionista concesso dallo Stato francese a France Télécom nel dicembre 2002, mediante una linea di credito di 9 miliardi di euro, costituisce un aiuto di Stato incompatibile con il mercato interno ([5]).

1.2. **Le procedure giurisdizionali a seguito della decisione del 2 agosto 2004**

(9) La Repubblica francese, FT e le società Bouygues hanno ciascuna presentato ricorso per ottenere l'annullamento della decisione della Commissione. Con sentenza del 21 maggio 2010 il Tribunale ha annullato la decisione della Commissione ([6]). Il Tribunale ha ritenuto che la Commissione non avesse dimostrato che l'annuncio del 4 dicembre 2002 comportava un trasferimento di risorse statali.

(10) La Commissione e le società Bouygues hanno impugnato la sentenza del 21 maggio 2010. Con sentenza del 19 marzo 2013 (di seguito «la sentenza *Bouygues*»), la Corte ha annullato la sentenza del 21 maggio 2010 e ha rinviato le cause T-425/04, T-444/04 e T-450/04 dinanzi al Tribunale affinché statuisca sui motivi dedotti e sulle domande presentate dinanzi ad esso e su cui la Corte non si era pronunciata ([7]).

(11) In tal senso la Corte ha constatato che nella decisione controversa la Commissione non aveva preso posizione sulla motivazione addotta dalle società Bouygues nella loro denuncia del 22 gennaio 2003, secondo cui le dichiarazioni formulate a partire da luglio 2002 costituivano di per sé aiuti di Stato.

(12) La Corte ha poi stabilito che, poiché gli interventi statali assumono forme diverse e devono essere analizzati in funzione dei loro effetti, non si può escludere che più interventi consecutivi dello Stato debbano essere considerati un solo intervento ai fini dell'applicazione dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE.

(13) La Corte ha concluso che, avendo ritenuto necessario identificare una riduzione del bilancio statale o un rischio economico sufficientemente concreto di oneri gravanti su tale bilancio, rischio strettamente connesso con un vantaggio specifico derivante o dall'annuncio del 4 dicembre 2002 o dall'offerta di prestito d'azionista del 20 dicembre 2002 – e corrispondente a o avente come controprestazione tale vantaggio –, il Tribunale ha commesso un errore di diritto applicando un criterio tale da escludere a priori che detti interventi statali potessero essere considerati un solo intervento in funzione dei legami tra essi stessi ed i loro effetti. Nella sua decisione la Commissione aveva invece, giustamente, esaminato insieme queste due misure, essendo evidente che la prima fosse indissociabile dalla seconda.

(14) Nella sentenza del 2 luglio 2015 il Tribunale ha constatato che la decisione della Commissione era viziata da errori di diritto e da manifesti errori di valutazione per quanto attiene all'applicazione del criterio dell'investitore privato avveduto ([8]). Ha quindi annullato la decisione della Commissione.

(15) La Commissione ha impugnato questa sentenza. L'impugnazione è stata respinta dalla Corte con sentenza del 30 novembre 2016 ([9]).

(16) Di conseguenza, la Commissione deve concludere con una nuova decisione il procedimento di indagine formale di cui all'articolo 108, paragrafo 2, del TFUE, che ha avviato il 31 gennaio 2003.

2. **DESCRIZIONE DEI FATTI**

(17) FT, operatore e fornitore di reti e servizi di telecomunicazioni, ha assunto nel 1991 lo status di persona giuridica di diritto pubblico e dal 31 dicembre 1996 quello di società anonima. È quotata in borsa dall'ottobre 1997. Nel 2002 la quota di partecipazione dello Stato francese al capitale di FT era pari al 56,45 %, mentre gli altri azionisti erano l'azionariato diffuso (32,25 %), la società stessa (8,26 %) e i dipendenti dell'impresa (3,04 %). Il 1º luglio 2013 FT ha cambiato la sua denominazione sociale in Orange.

(18) Una descrizione dettagliata della situazione finanziaria di FT è contenuta nei paragrafi da 16 a 61 della decisione annullata del 2 agosto 2004.

([5]) Decisione 2006/621/CE della Commissione, del 2 agosto 2004, relativa all'aiuto di Stato al quale la Francia ha dato esecuzione a favore di France Télécom (GU L 257 del 30.9.2006, pag. 11).
([6]) Sentenza del Tribunale del 2 luglio 2015, Francia/Commissione, T-425/04, T-444/04, T-450/04 e T-456/04, ECLI:EU:T:2010:216.
([7]) Sentenza della Corte di giustizia del 19 marzo 2013, *Bouygues* e *Bouygues Télécom*/Commissione e altri e Commissione/Francia e altri, C-399/10 P e C-401/10 P, ECLI:EU:C:2013:175.
([8]) Sentenza del Tribunale del 2 luglio 2015, Francia e *Orange*/Commissione, T-425/04 RENV e T-444/04 RENV, ECLI:EU:T:2015:450.
([9]) Sentenza della Corte di giustizia del 30 novembre 2016, Commissione/Francia e *Orange*, C-486/15 P, ECLI:EU:C:2016:912.

2.1. **Situazione finanziaria di FT nel primo semestre 2002 e avvenimenti dello stesso periodo**

(19) Alla luce delle norme sugli aiuti pubblici, l'analisi del comportamento dello Stato deve essere effettuata in base ai dati e alle informazioni disponibili al momento di ogni intervento pubblico. Considerato che il caso in esame riguarda fatti avvenuti nel 2002, è essenziale prendere cronologicamente in esame i dati disponibili a partire dalla pubblicazione dei risultati dell'esercizio finanziario 2001.

(20) Già a giugno 2002 FT era un'impresa caratterizzata da gravi problemi strutturali e da uno squilibrio di bilancio. Il bilancio 2001 evidenziava una crescita dei risultati operativi e una forte generazione di cash flow.

(21) In data 21 marzo 2002 FT ha dovuto annunciare non solo un'*importante operazione di pulizia* del bilancio, attraverso accantonamenti contabili e cessioni per complessivi 27,2 miliardi di euro, ma anche un notevole incremento del cash flow disponibile, per un importo di 14 miliardi di euro, per il periodo 2002-2005.

2.1.1. *Rating di FT*

(22) Nel corso del primo semestre 2002 la situazione di FT è rapidamente peggiorata, tanto da determinare ripetuti abbassamenti del rating dell'impresa. Il 27 marzo 2002 l'agenzia di rating Moody's ha annunciato un declassamento del rating del debito a lungo termine di FT. Il 28 marzo 2002 Standard & Poor's («S & P») ha confermato il rating di FT, ma ne ha rivisto in negativo l'outlook in base a notizie riguardanti Mobilcom ([10]).

(23) Il 13 maggio 2002 Moody's, che nutriva dubbi in merito alla capacità dell'impresa di dare concreta attuazione alla strategia di riduzione del debito, ha annunciato un possibile declassamento del rating del debito a breve termine di FT. Il 14 maggio 2002 Standard & Poor's ha confermato il rating di FT.

(24) Il 24 giugno 2002 Moody's ha declassato il rating di FT ed è stato confermato l'outlook negativo del rating dell'impresa. La decisione di Moody's era motivata, all'epoca, dal fatto che l'agenzia di rating non riteneva che FT fosse nelle condizioni di generare un cash flow sufficiente ai fini della riduzione del debito consolidato del gruppo. Moody's rilevava che le scadenze debitorie cui FT doveva far fronte nel 2003 ammontavano a circa 15 miliardi di euro.

(25) Il 25 giugno 2002 Standard & Poor's ha declassato il rating dell'indebitamento a breve e a lungo termine di FT motivando la propria decisione con le difficoltà legate a Mobilcom e con l'incapacità di FT di procedere, in tempi abbastanza rapidi, a una sufficiente riduzione del debito. S & P faceva inoltre riferimento ai 15 miliardi di euro di debito in scadenza nel 2003.

(26) Il 12 luglio 2002 Standard & Poor's ha persino ipotizzato l'esistenza di un potenziale problema relativo al rifinanziamento del debito in scadenza nel 2003.

(27) La tabella sintetizza le diverse posizioni di S & P, Moody's e Fitch in merito al rating di FT.

Rating del credito nel tempo

	S & P		Moody's		Fitch	
	Breve termine	Lungo termine	Breve termine	Lungo termine	Breve termine	Lungo termine
Situazione a maggio 2002	A2	BBB+	P2	Baa1	F2	BBB+
24 giugno 2002			P3	Baa3		
25 giugno 2002	A3	BBB				
5 luglio 2002					F3	BBB-
12 luglio 2002		BBB-				

Fonte: NERA

([10]) È in un contesto difficile che si è inserito l'ingresso nel capitale di Mobilcom con l'acquisizione di una partecipazione alquanto rilevante di 3,7 miliardi di euro per acquisire il 28,5 % del capitale, riconoscendo all'operatore un valore pari a 80 volte il suo EBITDA (contro un valore borsistico pari a circa 65 volte l'EBITDA prima che circolassero voci sull'operazione). Nell'estate 2002 un audit sulle prospettive di Mobilcom ha evidenziato l'estrema fragilità dell'impresa e l'evidente impossibilità di rendere redditizio l'investimento (Relazione presentata a nome della commissione d'indagine sulla gestione delle imprese pubbliche per migliorarne il sistema decisionale, depositata presso la presidenza dell'Assemblea nazionale il 3 luglio 2003).

2.1.2. *Andamento dell'azione FT*

(28) Il corso dell'azione FT ha parallelamente subito un significativo deprezzamento nel primo semestre 2002, registrando una quotazione minima (7,79 EUR) dapprima il 27 giugno 2002 e successivamente il 30 settembre 2002 (6,01 EUR).

2.2. **I fatti avvenuti nel luglio 2002**

(29) In un'intervista pubblicata dal quotidiano *Les Echos* il 12 luglio 2002, il ministro francese dell'Economia, delle finanze e dell'industria (di seguito il «ministro dell'Economia e delle finanze») ha dichiarato e confermato a più riprese che se FT avesse avuto problemi di finanziamento, lo Stato avrebbe adottato le decisioni necessarie per superarli. Più precisamente, il testo pubblicato è il seguente:

> «Lei ha parlato degli eccessi dei mercati. Il corso borsistico di France Télécom è assai volatile. In quanto azionista di maggioranza dell'impresa, ha un messaggio da inviare?
>
> Siamo l'azionista maggioritario, con il 55 % del capitale, ovviamente non si tratta di 'rinazionalizzare' l'impresa, come ho sentito dire in giro. Mi sento responsabile degli interessi patrimoniali dello Stato. Lo Stato azionista si comporterà da investitore avveduto e, se France Télécom dovesse avere difficoltà, adotteremmo le disposizioni appropriate.
>
> Lo Stato ha dato prova di avvedutezza lasciando che France Télécom s'indebitasse, impegnandosi ad esempio in Germania?
>
> Non spetta a me criticare i miei predecessori. Osservo che tutto il settore ha adottato la medesima strategia allo stesso tempo. Detto questo, la volontà ideologica di conservare la maggioranza del capitale non ha facilitato l'internazionalizzazione di France Télécom, che non ha potuto comperare imprese con 'carta valorì. Donde l'indebitamento. Ribadisco che se France Télécom avesse problemi di finanziamento, che attualmente non esistono, lo Stato adotterebbe le decisioni necessarie per superarli.
>
> Lei sta rilanciando la voce di un aumento di capitale…
>
> No, certo che no! Dico semplicemente che adotteremo, in tempo utile, le misure appropriate. Se necessario» ([11]).

(30) Nello stesso giorno S & P ha declassato il rating di FT al livello BBB-. Questo declassamento è comunque stato operato all'interno della categoria investimento sicuro: ogni ulteriore declassamento avrebbe comportato una classificazione del debito dell'impresa a livello di obbligazione speculativa («*junk bond*»), ovvero al di fuori della categoria investimento sicuro.

(31) Nel suo comunicato stampa del 12 luglio 2002 S & P ha precisato che il motivo che l'aveva indotta a mantenere FT nella categoria investimento sicuro risiedeva nelle indicazioni formulate dallo Stato in merito alle proprie intenzioni nei confronti dell'impresa: «FT potrebbe avere qualche difficoltà a rifinanziare il debito in scadenza nel 2003. Tuttavia, l'indicazione dello Stato sostiene il rating di FT nella categoria investimento» (FT could face certain difficulties refinancing its debt obligations coming due in 2003. Nevertheless, the State's indication underpins France Télécom's investment-grade credit quality). Un'assicurazione in questo senso era stata fornita, da una parte, direttamente dal governo francese a S & P: «lo Stato francese - che detiene il 55 % di France Télécom - ha chiaramente detto a Standard & Poor's che si comporterà da investitore avveduto e che adotterebbe le disposizioni appropriate se FT dovesse avere difficoltà. Il rating a lungo termine di France Télécom è stato declassato a BBB-» (the French State – which owns 55 % of France Télécom – has clearly indicated to Standard & Poor's that it will behave as an aware investor and would take appropriate steps if France Télécom were to face any difficulties. France Télécom LT rating cut to BBB- ([12])). D'altra parte, analoga assicurazione era stata data pubblicamente nell'intervista citata al paragrafo 29.

(32) Alla luce di quanto suesposto emerge che a luglio 2002 FT era al centro di una crisi di fiducia. Le agenzie di rating e gli analisti erano convinti che l'impresa rischiava di non poter attuare il piano di rifinanziamento presentato dal management per affrontare le scadenze debitorie. FT doveva quindi far fronte a un grave problema di finanziamento connesso al proprio indebitamento. Le agenzie di rating avevano tuttavia confermato il rating dell'impresa nella categoria investimento sicuro alla luce delle indicazioni fornite dallo Stato. L'abbassamento del rating a un livello inferiore avrebbe aggravato tale crisi e ridotto i mezzi a disposizione dell'impresa per affrontarla.

([11]) *Les Echos* n. 18695, Francia, 12 luglio 2002, pag. 2.

([12]) «Non più sotto osservazione, outlook stabile» (*Off Watch; Outlook Stable*), Teleconf 3:30PM BST Today, Standard & Poor's RatingsDirect (12 luglio 2002).

2.3. **Dati pubblicati successivamente al 13 settembre 2002 e avvenimenti di tale periodo**

2.3.1. *Dati pubblicati al 13 settembre 2002*

(33) A settembre 2002 il bilancio semestrale di FT mostrava un miglioramento dei dati dell'impresa riferiti al primo semestre 2002 rispetto a quanto registrato nell'anno precedente: aumento del fatturato del 10 %, dell'EBITDA del 13,2 % e del risultato operativo del 17,3 %. Si osserva altresì la crescita sostenuta della telefonia mobile e un migliore andamento dell'attività Internet; tuttavia a ciò si accompagna un peggioramento del 12,2 % del risultato operativo nel settore della telefonia fissa in Francia, che nello stesso periodo rappresentava il 31 % del fatturato. Gli utili al netto degli oneri finanziari (1,75 miliardi di euro), ma al lordo delle imposte, delle partecipazioni e degli interessi di minoranza erano pari, salvo elementi eccezionali, a 718 milioni di EUR contro 271 milioni di EUR al 30 giugno 2001. Il cash flow disponibile operativo era pari a 3,6 miliardi di euro, in aumento del 15 % rispetto al primo semestre 2001.

(34) Parallelamente ai buoni risultati operativi appena citati, FT ha confermato una situazione finanziaria squilibrata. Il risultato negativo con perdite pari a 12,2 miliardi di euro al 30 giugno 2002 è attribuibile principalmente ai consistenti accantonamenti per investimenti. A seguito di questa perdita semestrale, al 30 giugno 2002 il patrimonio netto consolidato di FT è diventato negativo per 440 milioni di EUR.

(35) Da un'analisi del cash flow al 30 giugno 2002 emerge che nel primo semestre 2002 l'indebitamento netto era salito di 6,3 miliardi di euro in quanto l'EBITDA, pari a 6,870 miliardi di euro, non ha coperto le spese rappresentate dalle seguenti voci:

— interessi sul debito (3 099 milioni di EUR),

— investimenti (3 820 milioni di EUR),

— riacquisto di azioni FT da VODAFONE (4 973 milioni di EUR),

— riacquisto di azioni Orange da E.On (950 milioni di EUR),

— pagamento di imposte (608 milioni di EUR).

(36) Nell'indebitamento netto, pari complessivamente a 69,69 miliardi di euro al 30 giugno 2002, prevale la componente obbligazionaria con 50,6 miliardi di euro.

(37) Ciò che caratterizza il rimborso di questo debito è la scadenza a breve termine, con 12,9 miliardi di euro in scadenza nel 2003. Nel primo semestre 2004 sono giunti a scadenza 11,9 miliardi di euro, nel secondo semestre 2004 altri 5,4 miliardi di euro e nel 2005 complessivi 18,6 miliardi di euro.

(38) Pertanto, nella prospettiva del settembre 2002, il debito esigibile che FT doveva rimborsare nel periodo 2003-2005 ammontava complessivamente a 48,9 miliardi di euro.

2.3.2. *Avvenimenti di settembre e ottobre 2002*

(39) Il 12 settembre 2002 le autorità francesi hanno comunicato di aver accettato le dimissioni dell'amministratore delegato di FT.

(40) Il 13 settembre, in un comunicato stampa, il governo ha ribadito il proprio sostegno all'impresa e ha chiarito esplicitamente la propria decisione di partecipare a una futura operazione di rafforzamento del patrimonio netto di FT: «… A seguito delle gravi perdite registrate nel primo semestre, France Télécom deve far fronte a una grave insufficienza del patrimonio netto. … Il governo è quindi deciso a esercitare appieno le proprie responsabilità … Il nuovo presidente proporrà al consiglio di amministrazione un piano di risanamento finanziario, che consenta la riduzione dell'indebitamento e il riequilibrio della struttura finanziaria, salvaguardando però i punti di forza strategici. Lo Stato sosterrà France Télécom nell'attuazione di questo piano e contribuirà, per la sua parte, al notevolissimo rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa, secondo un calendario e modalità da determinare in funzione delle condizioni di mercato. Nel frattempo, lo Stato prenderà, se necessario, le misure che consentano di evitare all'impresa qualsiasi problema di finanziamento» ([13]).

(41) Lo stesso giorno, vista la conferma dell'impegno a sostenere FT, l'agenzia Moody's modificava l'outlook del debito di FT da negativo a stabile ([14]).

([13]) Comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze del 13 settembre 2002, situazione finanziaria di France Télécom.

([14]) *Moody's investors services*, 13 settembre 2002. Nella parte del comunicato stampa che qui interessa si legge: «La dichiarazione del governo che ha ancora una volta ribadito il suo forte sostegno a favore di France Télécom accresce la fiducia di Moody's. Anche se persiste la preoccupazione di Moody's relativa al livello complessivo del rischio finanziario e soprattutto in merito alla precaria situazione della liquidità di France Télécom, Moody's nutre maggiore fiducia, vista l'aspettativa di un intervento di sostegno da parte del governo francese a favore di France Télécom qualora l'impresa dovesse avere difficoltà a rispettare le scadenze di rimborso del debito» (Moody's have taken increased comfort from the governments statement, which once again confirmed their strong support for FT. Whilst Moody's concerns regarding the overall level of financial risk and particularly FT's weak liquidity position remain, Moody's has grown more comfortable with expectation that the French government will act in a supportive manner, if FT started to encounter difficulties with its debt repayment schedule).

(42) In un comunicato stampa del 2 ottobre 2002 il governo ribadiva i suoi impegni: «Il […] presidente avvierà immediatamente una ricognizione delle condizioni dell'impresa, i cui risultati verranno comunicati […] al consiglio di amministrazione e che costituirà la base di partenza per un piano di risanamento finanziario e di sviluppo strategico, che consenta alla società di ridurre il proprio indebitamento con un contestuale rafforzamento dei suoi punti di forza. In questo contesto Thierry Breton disporrà del sostegno dello Stato azionista, deciso a esercitare appieno le proprie responsabilità. Lo Stato parteciperà all'attuazione delle iniziative di risanamento e contribuirà, per la sua parte, al rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa secondo modalità che saranno determinate in stretto collegamento con il presidente dell'impresa e con il consiglio d'amministrazione. Come ha già indicato, nel frattempo lo Stato prenderà, se necessario, le misure che consentano di evitare all'impresa qualsiasi problema di finanziamento» ([15]).

(43) Il corso dell'azione di FT ha cominciato a risalire il 2 ottobre 2002 (progressione di oltre il 10,4 % nella settimana del 2 ottobre) in seguito all'annuncio della nomina del nuovo dirigente.

2.4. **Avvenimenti del dicembre 2002 e del gennaio 2003 e piano d'azione «Ambition FT 2005»**

(44) Il 4 dicembre 2002 i nuovi dirigenti di FT hanno presentato un piano d'azione denominato «Ambition FT 2005 ([16])» (di seguito il «piano Ambition 2005») finalizzato a garantire un consistente miglioramento dei risultati operativi dell'impresa e prospettive di redditività soddisfacente del patrimonio netto investito. Gli obiettivi a medio termine erano, da un lato, di rispondere al fabbisogno di finanziamento di FT e, dall'altro, di realizzare una riduzione del debito netto e una ricostituzione del patrimonio netto.

(45) Il piano d'azione si basa sulle seguenti componenti: (i) il piano *«Total Operational Performance»* (di seguito il «piano TOP») secondo cui FT dovrà reperire da risorse proprie altri 15 miliardi di euro di cash flow; (ii) gli azionisti invitati a partecipare a un rafforzamento del patrimonio netto di 15 miliardi di euro; (iii) i mercati obbligazionari e bancari sollecitati per un analogo importo di 15 miliardi di euro.

(46) Quanto alle risorse proprie, il piano TOP prevede, da un lato, misure interne di risparmio destinate a migliorare i risultati operativi dell'impresa e incrementare il cash flow disponibile per ridurre il debito di 15 miliardi di euro fino al 2005 e, dall'altro, misure di cessioni di attivi. Il piano TOP, che costituisce il principale pilastro del piano complessivo riguardante il risanamento di FT, deve dimostrare la volontà dell'impresa di contribuire in tempi rapidi e in maniera significativa agli sforzi necessari per ristabilire, entro fine 2005, una situazione di indebitamento normale per questo settore d'attività. Per quanto riguarda l'aumento del cash flow in tre anni, il piano TOP comporta una riduzione e un'ottimizzazione degli investimenti (con risparmi del 40-45 %), una riduzione dei costi operativi (risparmi del 35-40 %) e un'ottimizzazione del fabbisogno di capitale circolante (risparmi del 20-25 %).

(47) Il piano TOP prevede notevoli implicazioni dal punto di vista della gestione e dell'organizzazione dell'impresa, in particolare in materia di oneri di gestione, di occupazione e soprattutto di investimenti. Esso fa assegnamento, per il periodo 2003-2005, su una crescita annua del fatturato, dell'EBITDA e del cash flow operativo.

(48) Il piano di cessione di attivi si inserisce nella continuità delle cessioni già sostenute da FT per ristrutturare il perimetro delle sue attività nel corso del 2001. L'obiettivo è di ridurre al massimo il livello di indebitamento senza minacciare la capacità dell'impresa di ottenere un cash flow disponibile crescente. Il conseguimento di tale obiettivo comporta una strategia di riorientamento dell'impresa sul proprio *core business* senza mettere in discussione la vocazione di FT come operatore per tutti i servizi di telecomunicazione.

(49) Quanto al rafforzamento del patrimonio netto di FT, esso dovrebbe essere raggiunto attraverso un significativo aumento di capitale. Il contributo dello Stato e degli altri azionisti privati sarà proporzionale alla quota di capitale da essi detenuta e ammonterà, rispettivamente, a 9 e 6 miliardi di euro.

(50) In tal senso lo Stato e FT hanno riunito un consorzio bancario che si è impegnato a garantire, a tempo debito, il buon fine della parte dell'aumento di capitale destinata agli investitori privati. Alla stregua della decisione d'investimento dello Stato, anche l'impegno delle banche era subordinato all'annuncio al mercato di un piano giudicato credibile, comprendente misure di gestione e cambiamenti di rotta strategici in grado di convincere il mercato, oltre a previsioni di tesoreria che evidenziassero prospettive soddisfacenti di flussi di cassa disponibili (*free cash-flow*).

(51) Lo Stato e gli investitori privati partecipanti all'operazione di rafforzamento del patrimonio netto, in base al piano TOP, potrebbero attendersi un tasso di rendimento dei capitali investiti compreso tra il 16,7 % nel 2004 e il 21,5 % nel 2005, grazie a risultati operativi di FT di 11,1 e 13,9 miliardi di euro, rispettivamente nel 2004 e nel 2005.

([15]) Comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze del 2 ottobre 2002.
([16]) Comunicato stampa di FT del 5 dicembre 2002, pag. 1.

(52) Secondo le autorità francesi, l'obiettivo del rafforzamento del patrimonio netto non potrebbe essere raggiunto nell'immediato, per motivi legati fondamentalmente all'attuale situazione generale dei mercati finanziari, soprattutto per quanto riguarda le azioni del comparto telecomunicazioni, ma anche per motivi attinenti ai tempi tecnici per l'avvio di una tale operazione, come la convocazione di un'assemblea generale straordinaria e la chiusura del bilancio necessari in una simile operazione.

(53) Le autorità francesi hanno inoltre sottolineato l'auspicio, sia per FT sia per i suoi azionisti, che tale operazione avvenga solo dopo che il mercato avrà pienamente recepito le prospettive di miglioramento operativo previste e potuto valutarne i primi risultati o segni tangibili.

(54) In tali circostanze e per garantire a FT il margine di manovra necessario a lanciare sul mercato un'operazione nelle migliori condizioni, le autorità francesi si sono dichiarate disposte, in qualità di azionista di maggioranza, ad anticipare la propria partecipazione al rafforzamento del patrimonio netto e in tal senso a mettere a disposizione un prestito temporaneo d'azionista mediante una linea di credito il cui importo, prelevato all'occorrenza da FT, potrebbe essere consolidato al momento dell'emissione di capitale supplementare. L'importo massimo destinato a essere messo a disposizione di FT nell'ambito del prestito era di 9 miliardi di euro e corrispondeva all'ammontare della partecipazione dello Stato al futuro rafforzamento del patrimonio netto. Era previsto l'obbligo di convertire tale prestito in titoli ad avvenuta realizzazione dell'operazione di rafforzamento del patrimonio netto.

(55) Il piano d'azione prevedeva che il prestito fosse eventualmente prelevato via via in base al fabbisogno della società in considerazione del suo piano di tesoreria; prevedeva inoltre che tale prestito fosse remunerato alle condizioni di mercato vigenti e che gli interessi fossero capitalizzati. Sembrerebbe quindi che la concessione e la messa a disposizione del prestito d'azionista non siano remunerate in quanto tali e che solo al prelievo del prestito sarebbe applicato un tasso d'interesse uguale all'Euribor, più un margine stabilito in riferimento alla media degli spread allora registrati sulle quattro principali linee obbligazionarie di FT rispetto al tasso swap corrispondente maggiorato dell'1 %. Era inoltre previsto che, indipendentemente dalla data di esecuzione di tali prelievi, i margini applicabili a questi ultimi fossero maggiorati di diritto dello 0,35 % a partire dal 6° mese successivo alla data del primo prelievo e dello 0,7 % dal 12° mese successivo alla data del primo prelievo. Al riguardo, le autorità francesi hanno sottolineato che le condizioni di realizzazione delle emissioni obbligazionarie di dicembre erano più favorevoli per FT di quelle concesse dallo Stato in quanto azionista principale per la messa a disposizione di fondi a titolo dell'eventuale prestito. Le autorità francesi hanno precisato che a condizioni comparabili (swap a tasso variabile) il lotto in euro dell'emissione obbligazionaria corrispondeva a un tasso EURIBOR + 290 pb, ossia circa 100 pb al di sotto di quello del prestito d'azionista, mentre la scadenza del prestito obbligazionario era molto più lunga di quella del prestito d'azionista.

(56) Per procedere al prestito d'azionista, le autorità francesi hanno previsto di ricorrere a una società veicolo, l'*Entreprise de recherches et d'activités pétrolières* o ERAP (impresa di ricerche ed attività petrolifere), un ente pubblico industriale e commerciale, responsabile della detenzione della partecipazione dello Stato in FT, che riflette la volontà dello Stato di identificare chiaramente lo sforzo patrimoniale consentito, isolandolo in una struttura appositamente prevista.

(57) Le autorità francesi precisano che, per partecipare al rafforzamento del patrimonio netto, l'ERAP ricorrerà in un primo momento allo Stato e poi direttamente ai mercati obbligazionari.

(58) La presentazione del piano Ambition 2005 è stata accompagnata da un comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze del 5 dicembre 2002 nel quale il governo ha confermato il proprio sostegno al piano in questione, l'impegno a partecipare all'operazione di rafforzamento del patrimonio netto e la messa a disposizione di un prestito d'azionista mediante una linea di credito di 9 miliardi di euro. I paragrafi rilevanti del suddetto comunicato stampa sono i seguenti: «Francis Mer, ministro dell'Economia, delle finanze e dell'industria, conferma il sostegno dello Stato al piano di azione approvato dal consiglio di amministrazione di France Télécom il 4 dicembre. 1/Il gruppo France Télécom costituisce un complesso industriale coerente caratterizzato da ottime prestazioni. Ciononostante, l'impresa deve attualmente fare fronte allo squilibrio della propria struttura finanziaria, al fabbisogno di capitale proprio e di rifinanziamento a medio termine. Questa situazione è il prodotto del fallimento di pregressi investimenti, inadeguatamente condotti e realizzati al momento della massima espansione della bolla finanziaria e, più in generale, è il risultato dell'inversione di tendenza sui mercati. Questo quadro è stato aggravato dal fatto che France Télécom non abbia potuto finanziare il proprio sviluppo con strumenti diversi dall'indebitamento. 2/Lo Stato, azionista di maggioranza, ha chiesto ai nuovi dirigenti di ripristinare l'equilibrio finanziario dell'impresa, salvaguardando nel contempo l'integrità del gruppo…3/Tenuto conto del piano d'azione elaborato dai dirigenti e delle prospettive di redditività del capitale investito, lo Stato parteciperà al rafforzamento del patrimonio netto (previsto in 15 miliardi di euro) in misura proporzionale alla propria quota di capitale, ovvero con un investimento di 9 miliardi di euro. Lo Stato azionista intende agire quindi come investitore avveduto. Spetterà a France Télécom stabilire le modalità e il calendario preciso per il rafforzamento del patrimonio netto. … Per dare all'impresa la possibilità di varare un'operazione di mercato nel

momento più propizio, lo Stato è pronto ad anticipare la propria partecipazione al rafforzamento del patrimonio netto mediante un prestito temporaneo d'azionista, messo a disposizione di France Télécom e remunerato a condizioni di mercato. 4/La totalità della partecipazione dello Stato [in FT] verrà trasferita all'[ERAP] ente pubblico industriale e commerciale, che ricorrerà ai mercati finanziari per finanziare la quota di partecipazione dello Stato al rafforzamento del patrimonio netto [della FT]».

(59) La progressione del corso delle azioni di FT si è confermata e amplificata con l'annuncio del piano TOP e del nuovo comitato esecutivo il 5 dicembre 2002, che ha comportato un rialzo di oltre il 25 % in due giorni.

(60) Alcuni giorni dopo la presentazione del piano Ambition 2005, in data 11 e 12 dicembre 2002, FT ha effettuato in successione due emissioni obbligazionarie per un totale di 2,9 miliardi di euro. Nel primo caso si è trattato di un prestito obbligazionario per un importo complessivo di 2,5 miliardi di euro con scadenza a 7 anni e un tasso d'interesse fisso del 7 %, ovvero EURIBOR + 290 pb, mentre nel secondo caso di un prestito obbligazionario collocato sul mercato della sterlina inglese (GBP) per un importo di 250 milioni di sterline inglesi, con tasso d'interesse fisso dell'8 % e durata 15 anni, ovvero LIBOR + 330 pb. Altre emissioni sono state effettuate il 15 gennaio 2003 per un totale di 5,5 miliardi di euro. Il 10 febbraio 2003 è stata rinnovata la parte del credito consorziale di 15 miliardi di euro in scadenza, pari a circa 5 miliardi di euro in 3 anni al tasso EURIBOR + 125 pb.

(61) Il 17 dicembre 2002 S & P ha precisato che, a partire dal mese di luglio 2002, il sostegno del governo era stato uno dei fattori decisivi ai fini del mantenimento del rating di FT all'interno della categoria investimento ([17]), aggiungendo che tale sostegno aveva trovato conferma nell'annuncio del governo relativo al prestito d'azionista e nel suo impegno a partecipare, proporzionalmente alla propria quota, a una ricapitalizzazione di 15 miliardi di euro ([18]).

(62) Il 20 dicembre le autorità francesi hanno inviato a FT il contratto di prestito siglato e firmato dall'ERAP. FT non ha mai firmato questo contratto.

(63) FT ha chiuso l'esercizio finanziario 2002 con una perdita di circa 21 miliardi di euro e un indebitamento finanziario netto di quasi 68 miliardi di euro.

(64) Il 4 marzo 2003 è stata varata l'operazione da 15 miliardi di euro per il rafforzamento del patrimonio netto prevista dal piano Ambition 2005. L'operazione, che ha avuto un grande successo, si è conclusa l'11 aprile.

(65) L'aumento di capitale ha ampiamente soddisfatto il fabbisogno strutturale di finanziamento di FT. A seguito di tale operazione il rating di FT è quindi iniziato a migliorare: il 14 maggio 2003 S & P ne ha innalzato il rating a BBB con outlook stabile (passaggio del rating a breve termine da A-3 a A-2) e l'8 agosto 2003 Fitch ha alzato il rating di FT da BBB- a BBB.

3. **OSSERVAZIONI DEI TERZI INTERESSATI**

(66) La Commissione ha ricevuto osservazioni da parte di Cable and Wireless, Cégétel, AFORS Télécom, LDCOM, Tiscali, WorldCom France, Bouygues SA e Bouygues Télécom (di seguito «BT») e Telecom Italia. Diversi interessati (A, B e C) non hanno desiderato rendere nota la propria identità.

3.1. **Osservazioni di Telecom Italia e di WorldCom**

(67) Telecom Italia e WorldCom sottolineano che qualsiasi misura di aiuto a favore di FT può incidere sulla concorrenza nei mercati delle telecomunicazioni e in particolare in quello francese. È quindi essenziale che le misure delle autorità francesi siano accompagnate da contropartite volte a mitigarne gli effetti sulla concorrenza.

([17]) Ricerca France Télécom, Standard & Poor's, RatingsDirect, 17 dicembre 2002: «Da luglio 2002, il sostegno dello Stato francese costituisce un elemento chiave del rating del gruppo, mantenendolo all'interno della categoria investimento» (Since July 2002, support from the French state has been a key rating factor, underpinning the group's investment-grade status). Quest'affermazione fa seguito a quella del 5 dicembre 2002: «I servizi di rating di Standard & Poor's hanno annunciato oggi la conferma dei rating [di FT]: BBB- per le emissioni obbligazionarie (corporate credit rating) a lungo termine e A-3 per le emissioni obbligazionarie a breve termine. Da luglio 2002 Standard & Poor's fa presente che il previsto sostegno da parte dello Stato francese, azionista di FT al 56 %, costituisce un fattore che probabilmente determina il rating del gruppo nella categoria investimento. L'annuncio dato oggi dallo Stato francese circa la concessione immediata di un prestito d'azionista di 9 miliardi di euro per aiutare FT a rispettare le scadenze debitorie previste nel 2003 è considerato da Standard & Poor's una prova convincente di questo sostegno» (Standard & Poor's rating services said today that it has affirmed its BBB- long term and A-3 short term corporate credit ratings [on FT] … Since July 2002 Standard & Poor's has indicated that expected support from FT's 56 % shareholder, the French State, is a likely factor underpinning the group investments–grade status. The French State's announcement today that it will immediately grant a 9EUR billion shareholder loan to help FT face its 2003 debt obligations is viewed by Standard & Poor's as strong evidence of this support).

([18]) Ricerca France Télécom, Standard & Poor's, RatingsDirect, 17 dicembre 2002: «L'annuncio dato dallo Stato nel dicembre 2002, relativo alla concessione di un prestito d'azionista di 9 miliardi di euro, unito all'impegno dello Stato a sottoscrivere un aumento di capitale del valore complessivo di 15 miliardi di euro, sottolinea questo impegno e offre un'importante garanzia a tutela dei creditori di FT. […] FT e gli obiettivi indicati in proposito dallo Stato soddisfano le aspettative di Standard & Poor's per i rating. Anche se le condizioni dei mercati possono mettere a rischio l'operazione, l'impegno dello Stato a sottoscrivere l'aumento di capitale — quantomeno per conservare inalterata la sua quota — attenua sensibilmente i rischi di inadempimento» (The state's December 2002 announcement that it will grant a EUR9 billion shareholder loan, coupled with its commitment to subscribe to a EUR15 billion capital increase, underscores this support and provides significant credit protection for FT's debtholders. …, FT and the state's targets in this respect meet Standard & Poor's expectations for the ratings. While market conditions may challenge the operation, the state's commitment to subscribe to the equity injection–so as to at least maintain its stake–strongly mitigates execution risks).

3.2. **Osservazioni di A, B e C**

(68) Secondo A, B e C, le misure in discussione costituiscono un aiuto di Stato. C sottolinea che, in base agli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione delle imprese in difficoltà ([19]) (di seguito «gli orientamenti»), la concessione di fondi pubblici a un'impresa in difficoltà finanziarie fa presumere l'esistenza di elementi di aiuto. A, B e C precisano che l'annuncio e le condizioni della messa a disposizione da parte dello Stato francese della linea di credito di 9 miliardi di euro a favore di FT, come pure la partecipazione dello Stato francese alla ricapitalizzazione di FT, contengono elementi di aiuto. Per quanto concerne le modalità di messa a disposizione della linea di credito, si sottolinea il mancato rispetto del principio dell'investitore avveduto, soprattutto a causa del tasso di interesse proposto e dell'ammontare della *«commitment fee»* (commissione di impegno). B e C pongono inoltre l'accento sul mancato rispetto del principio di concomitanza, giacché le autorità francesi hanno concesso la linea di credito e annunciato la loro partecipazione alla ricapitalizzazione prima dell'annuncio del piano Ambition 2005 e prima dell'impegno definitivo degli investitori.

3.3. **Osservazioni di Bouygues e Bouygues Télécom (BT)**

(69) BT fa presente che il sostegno dello Stato costituisce il fondamento del piano di ricapitalizzazione di FT, che ha condotto al risanamento dell'impresa. Secondo BT, solo lo Stato poteva ristabilire la fiducia dei mercati e avviare un circolo virtuoso che consentisse a FT di rispettare i propri impegni a breve termine e varare una vasta ricapitalizzazione in condizioni economiche favorevoli. Sempre secondo BT, le dichiarazioni rese dal ministro dell'Economia e delle finanze nel periodo dal 12 luglio al 4 dicembre 2002 costituiscono una garanzia statale che impegna le risorse pubbliche; analogamente, il prestito d'azionista e l'operazione di rafforzamento del patrimonio netto impegnano risorse pubbliche. Queste misure costituiscono aiuti di Stato: concedono a France Télécom vantaggi che essa non avrebbe ottenuto in normali condizioni di mercato e non rispettano il principio dell'investitore privato avveduto operante in condizioni di mercato.

(70) Per quanto concerne le dichiarazioni del ministro dell'Economia e delle finanze, il reiterato sostegno dello Stato - espresso attraverso una successione di annunci nel periodo dal 12 luglio al 4 dicembre 2002 e integrato da una serie di misure, tra cui l'apertura della linea di credito di 9 miliardi di euro e l'impegno irrevocabile dello Stato a partecipare a un aumento di capitale in misura proporzionale alla sua quota di capitale in FT - rappresenta un impegno inderogabile, da parte dello Stato, di sopperire con ogni mezzo a ogni eventuale mancato rispetto degli impegni finanziari da parte dell'impresa. A questo proposito BT sottolinea che tale impegno costituisce una vera e propria garanzia statale: essa produce effetti giuridici che impegnano le risorse pubbliche.

(71) Nell'ambito delle sue osservazioni, BT si è rivolta a un esperto ([20]) che ha precisato che dalla giurisprudenza costante del giudice amministrativo francese risulta che l'esistenza di un impegno assunto da un'autorità amministrativa non deve essere valutata in base alla forma dell'impegno, bensì in base alle sue caratteristiche intrinseche. Il citato esperto rileva che tale giurisprudenza ha trovato espressamente applicazione nel caso specifico delle dichiarazioni: il giudice amministrativo ritiene quindi che le promesse, anche laddove non siano accompagnate da alcuno specifico atto giuridico, costituiscano impegni in quanto esprimono una manifestazione di volontà dell'autorità amministrativa. Perché si configuri un impegno dello Stato, è infatti sufficiente che l'amministrazione si sia comportata in modo da ingenerare il convincimento che essa si comporterà in un dato modo. Le dichiarazioni del ministro dell'Economia e delle finanze soddisfano tutti i criteri previsti perché si configuri un impegno dello Stato. Tali dichiarazioni sono definitive, precise e formulate senza riserve; si configurano come impegni dello Stato nei confronti di FT, dei suoi creditori o dipendenti.

(72) In merito al prestito d'azionista e all'operazione di rafforzamento del patrimonio netto, BT sostiene che l'apertura di una linea di credito di 9 miliardi di euro a favore di FT e l'impegno irrevocabile dello Stato a partecipare - in misura proporzionale alla quota di capitale da esso detenuta in FT - a un successivo aumento di capitale, seguito dall'effettiva ricapitalizzazione, costituiscono l'attuazione della garanzia statale e sono finanziati mediante risorse pubbliche. Le misure in discussione sono pertanto finanziate con risorse pubbliche e ciò vale anche se la linea di credito non è stata poi effettivamente utilizzata.

(73) Quanto alla condizione relativa al vantaggio, BT fa notare che il fatto costitutivo della garanzia era posteriore al declassamento del rating di FT da parte delle agenzie di rating e che la sua finalità era il ripristino della fiducia del mercato. La garanzia ha avuto l'effetto di consentire a FT di avere nuovamente accesso ai mercati finanziari.

(74) Quanto al principio dell'investitore privato avveduto, BT fa presente che le misure di sostegno non sono conformi a detto principio. BT ricorda che le dichiarazioni dello Stato costituiscono un impegno giuridico definitivo e incondizionato che un investitore non avrebbe mai assunto senza esprimere la minima riserva. Si tratta quindi di una garanzia illimitata, concessa a un'impresa oltremodo indebitata e fragile a breve termine.

([19]) Comunicazione della Commissione — Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà [Comunicazione agli Stati membri e proposta di opportune misure (GU C 288 del 9.10.1999, pag. 2)].

([20]) Parere del sig. Sureau del 14 gennaio 2004.

(75) BT sostiene che, tenuto conto della prolungata crisi dell'economia mondiale e in particolare della fase di transizione in cui versava il settore delle telecomunicazioni, nonché dell'entità della somma in discussione, nessun investitore privato avrebbe potuto considerare un aumento di capitale di tale portata e senza condizioni; BT fa inoltre notare che solo uno Stato in possesso dell'affidabilità creditizia della Francia avrebbe potuto farsi carico di una tale incertezza. BT sottolinea altresì che il finanziamento del rafforzamento del patrimonio netto, realizzato integralmente (al 100 %) mediante indebitamento senza fondi propri, avrebbe inciso sul rating di un qualsiasi investitore privato che avesse agito nello stesso modo, mentre uno Stato può essere punito solo dagli elettori, i cui obiettivi sono diversi. Nel caso dell'investitore privato, i finanziatori e gli azionisti avrebbero richiesto, a garanzia della sicurezza dell'investimento, un piano finanziario comprendente impegni precisi, tra cui la cessione di attivi. BT conclude che un investitore avveduto che fosse stato in possesso di capacità finanziarie paragonabili a quelle dello Stato francese e che avesse fornito una tale garanzia non avrebbe comunque ispirato molta fiducia ai mercati e aggiunge che il ripristino della fiducia è evidentemente avvenuto in ragione del carattere di «debito sovrano» proprio degli impegni dello Stato.

(76) BT afferma inoltre che non è stato rispettato il principio di concomitanza. BT rileva che la partecipazione degli investitori privati non era né certa né significativa nel momento in cui il governo ha annunciato la propria partecipazione all'aumento di capitale, e ciò anche se si considerasse come data della decisione di investire quella successiva del 5 dicembre. Quando gli investitori sono disposti a intervenire solo dopo che le autorità abbiano deciso di concedere un aiuto, il fatto che detti investitori privati siano disposti a intervenire contemporaneamente non è più rilevante. Il loro intervento è la conseguenza del sostegno fornito dallo Stato e non è il prodotto della decisione di un investitore privato. Nella fattispecie, il fatto che un consorzio di banche si sia impegnato a garantire il buon fine dell'operazione non può essere preso in considerazione per concludere che il principio di concomitanza è stato rispettato. La decisione di investire delle autorità francesi, a differenza di quella degli investitori privati, è definitiva e incondizionata e gli investitori privati hanno apportato il loro contributo solo dopo aver ripetutamente ricevuto rassicurazioni attendibili che anche lo Stato avrebbe partecipato all'operazione e soprattutto adottato le misure idonee a evitare a FT qualsiasi problema di finanziamento.

3.4. **Osservazioni di Cable & Wireless**

(77) Cable & Wireless ha osservato che le misure in questione costituiscono un aiuto di Stato. È stata sufficiente la fiducia del mercato, successiva all'annuncio della concessione del prestito d'azionista da parte delle autorità francesi, a conferire un vantaggio a FT. Giacché un investitore privato avveduto non avrebbe deciso di ricapitalizzare un'impresa come FT, palesemente inefficiente prima dell'adozione del piano Ambition 2005, FT ha usufruito di un vantaggio che non avrebbe ottenuto in normali condizioni di mercato.

3.5. **Osservazioni dell'AFORS Télécom**

(78) L'AFORS Télécom (*Association française des opérateurs de réseaux et services de télécommunications* - Associazione francese degli operatori di reti e servizi di telecomunicazioni) ha osservato che le misure in esame costituiscono un aiuto pubblico. Mediante una serie di decisioni progressive adottate nel 2002 fino all'apertura di una linea di credito di 9 miliardi di euro messa a disposizione di FT, le autorità francesi hanno ristabilito la fiducia degli investitori rendendo concreto il loro sostegno. L'AFORS Télécom rileva inoltre che la linea di credito aperta dall'ERAP, anche nell'ipotesi di un suo assoluto inutilizzo da parte di FT, rappresenta simbolicamente la garanzia di un sostegno pubblico e mobilita a questo titolo risorse pubbliche ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE.

(79) Le condizioni che disciplinano la concessione della linea di credito e le relative condizioni di remunerazione non sono conformi al principio dell'investitore privato avveduto. L'AFORS Télécom sostiene che la deriva finanziaria di FT a partire dal 2000 non si sarebbe prodotta in presenza di un investitore avveduto. Il sostegno dello Stato ha avuto l'effetto di evitare qualsiasi ulteriore declassamento del rating di FT da parte delle agenzie di rating e ciò ha consentito di accelerare il ritorno di FT sui mercati e il rifinanziamento del suo debito a condizioni finanziarie meno onerose. È pertanto la credibilità dello Stato francese ad aver determinato le condizioni per il ritorno di FT sui mercati finanziari.

3.6. **Osservazioni di Cégétel**

(80) Secondo Cégétel si è di fronte a due distinte misure di aiuto: da un lato, l'annuncio della concessione di un prestito d'azionista da parte delle autorità francesi a favore di FT e, dall'altro, la partecipazione dello Stato alla ricapitalizzazione di FT.

(81) Quanto alla prima misura, Cégétel afferma che non è possibile confrontare la situazione di un'impresa il cui azionista di riferimento sia privato con quella di un'impresa avente come azionista di maggioranza un soggetto pubblico. Cégétel precisa che un analogo annuncio da parte di un azionista privato sarebbe stato accolto con la massima prudenza dalle agenzie di rating. Cégétel conclude che il mero fatto di godere dell'appoggio dello Stato

offre un notevole vantaggio nei confronti degli investitori e ha impedito qualsiasi ulteriore declassamento del rating di FT da parte delle agenzie di rating in un momento in cui l'operatore si trovava in linea di principio in una situazione senza via di uscita. Cégétel ritiene che lo Stato francese abbia concesso un aiuto a FT ancor prima della firma di un contratto per la concessione di una linea di credito di 9 miliardi di euro, in quanto l'annuncio del sostegno è stato sufficiente a rendere inutile questo finanziamento di emergenza. In questo modo i finanziatori avevano la certezza che FT non si sarebbe mai resa insolvente in quanto lo Stato sarebbe sempre stato pronto a concederle i fondi necessari ad onorare i suoi impegni: condizione che ha consentito a FT di ottenere finanziamenti direttamente sul mercato. FT ha quindi ottenuto vantaggi che non avrebbe conseguito in normali condizioni di mercato. Il ricorso al mercato obbligazionario ha consentito a FT di evitare di rivolgersi esclusivamente a istituti finanziari per far fronte alla sua crisi di liquidità e di subire tutti i vincoli connessi a questo tipo di finanziamento. Secondo Cégétel, le condizioni della concessione della linea di credito da parte delle autorità francesi non corrispondono a quelle che otterrebbe un investitore avveduto in possesso di simili partecipazioni.

3.7. **Osservazioni di LDCOM** ([21])

(82) LDCOM individua un doppio meccanismo di aiuto a favore di FT, rafforzato dal sostegno alla mobilità dei dipendenti e dalla concessione di una garanzia illimitata e di una linea di credito di 9 miliardi di euro.

(83) Per quanto riguarda la concessione della garanzia illimitata, LDCOM si fonda sul contenuto delle dichiarazioni delle autorità francesi pubblicate a partire da luglio 2002, volte a rassicurare i mercati finanziari in merito alla situazione di FT. Queste dichiarazioni hanno direttamente contribuito al miglioramento del rating di FT sui mercati e le hanno consentito di far fronte al grave ostacolo attinente alla liquidità. LDCOM ricorda che, sotto il profilo del diritto francese, una dichiarazione verbale può, in determinate circostanze, costituire un atto giuridico che conferisce un diritto al destinatario.

(84) LDCOM precisa che l'annuncio della messa a disposizione della linea di credito di 9 miliardi di euro costituisce un aiuto: il sostegno dello Stato non può essere giustificato in base al principio dell'investitore avveduto e ciò in ragione dell'importo, come pure delle modalità o della finalità stessa del sostegno. Nel settembre 2002 (data dell'annuncio da parte dello Stato del suo sostegno finanziario a FT), nessun investitore avveduto avrebbe in quelle condizioni economiche anticipato 9 miliardi di euro senza il supporto di un piano di ristrutturazione.

(85) LDCOM ritiene peraltro che la posizione dello Stato, secondo la quale un investitore di maggioranza avveduto non avrebbe messo in discussione l'integrità funzionale di FT, non regge se si analizza quale sarebbe stato il comportamento di un tale investitore nelle reali condizioni che caratterizzavano il mercato nel periodo giugno–luglio 2002. In effetti gli investitori che abbiano collocato una quota molto elevata dei loro beni in un'impresa a rischio di insolvenza sono i primi a richiedere una revisione rapida e radicale della strategia: operazione che può eventualmente comportare massicce cessioni di attivi strategici.

(86) LDCOM ha inoltre sottolineato che lo Stato non potrebbe recedere dalle proprie dichiarazioni senza con ciò ledere la propria credibilità finanziaria. Intervenendo sul mercato, lo Stato svolge infatti un ruolo di mutuatario e di azionista di maggioranza di un certo numero di imprese. Questo duplice ruolo dà luogo a un doppio rating che le agenzie competenti attribuiscono allo Stato quale soggetto mutuatario e quale azionista, attraverso i rating assegnati alle imprese pubbliche. Questa duplice possibilità di intervento implica una particolare vigilanza, in quanto una qualsivoglia manchevolezza riscontrata nell'espletamento di uno di questi due ruoli può avere ripercussioni sull'altro ruolo e sul suo rating. LDCOM sottolinea inoltre che la credibilità dello Stato è fondamentalmente diversa da quella di cui possono godere altre imprese in situazione analoga, impossibilitate a dare rassicurazioni al mercato. La credibilità del sostegno di FT da parte dello Stato emerge con evidenza se si esamina tale sostegno alla luce del contatto diretto stabilito con le agenzie di rating.

3.8. **Osservazioni di Tiscalinet**

(87) Alle osservazioni precedenti Tiscalinet aggiunge che le dichiarazioni dello Stato formulate dal 2 luglio 2002 indicano al mercato che è esclusa l'ipotesi del risanamento giudiziario di FT. Parallelamente, la scelta dello Stato di ricevere i dividendi del 2002 sotto forma di azioni e non in contanti costituisce un'ulteriore indicazione che lo Stato fornisce al mercato in merito al proprio sostegno a favore di FT, giacché un investitore avveduto avrebbe optato per la distribuzione di tali dividendi in contanti.

([21]) Ora denominata «Neuf Télécom».

(88) Tiscalinet sottolinea inoltre che tutte le misure legislative volte a estendere l'oggetto sociale dell'ERAP per consentirgli di detenere azioni di FT ([22]), così come la concessione di una garanzia statale a favore dell'ERAP per permettergli di investire in FT ([23]) e infine il testo che disciplina le modalità con cui lo Stato detiene il capitale sociale di FT rafforzano l'interpretazione del carattere irrevocabile della garanzia statale, su cui si sono basati gli operatori dei mercati, e in particolare gli obbligazionisti, per rispondere alle successive sollecitazioni effettuate da quel momento da FT. Questi elementi confermano che lo Stato si pone quale «prestatore di ultima istanza» nei confronti di FT: operazione che un investitore avveduto non avrebbe effettuato.

3.9. **Osservazioni dell'ECTA**

(89) Secondo l'*European Telecoms Association* (ECTA), le dichiarazioni ministeriali di luglio e ottobre 2002, la concessione di una linea di credito di 9 miliardi di euro e l'impegno anticipato dello Stato a partecipare al successivo aumento di capitale costituiscono un aiuto di Stato. L'aiuto concesso a FT ha consentito all'impresa di conservare lo status di operatore integrato e di aumentare la propria partecipazione all'interno di Orange. L'ECTA ritiene che una società nella situazione di FT avrebbe dovuto reagire in modo del tutto diverso, come hanno fatto operatori concorrenti di FT sul mercato dei servizi globali delle telecomunicazioni, quali British Telecom e KPN, che sono stati costretti a cedere attivi strategici per ridurre il proprio indebitamento.

3.10. **Osservazioni di FT**

(90) FT ha presentato le proprie osservazioni all'interno di tre relazioni: (i) relazione Ehlermann del 12 gennaio 2004 «Parere all'attenzione di France Télécom»; (ii) relazione Galmot del 6 gennaio 2004 «In base alla giurisprudenza della Corte di giustizia delle Comunità si può concludere che 'le misure finanziarie disposte dallo Stato a sostegno di France Télécom' e in relazione alle quali la Commissione ha avviato il procedimento di cui all'articolo 88, paragrafo 2, del trattato abbiano operato un 'trasferimento di risorse pubbliche' a vantaggio di tale impresa?»; (iii) relazione dell'HSBC «Parere dell'HSBC del 6 gennaio 2004».

(91) La prima relazione analizza il comportamento delle autorità francesi in generale, alla luce delle norme applicabili agli aiuti pubblici e in particolare del principio dell'investitore avveduto. La relazione mira peraltro a dimostrare che, nel momento in cui lo Stato ha deciso di partecipare alla ricapitalizzazione e in cui ha annunciato di essere disposto a concedere un prestito d'azionista, FT non era un'impresa in difficoltà finanziarie ai sensi degli orientamenti. La relazione sottolinea che è prassi comune e frequente che l'azionista di maggioranza conceda un prestito come anticipo della propria partecipazione alla ricapitalizzazione.

(92) La seconda relazione mira in particolare a stabilire se il semplice annuncio della messa a disposizione di un prestito d'azionista sotto forma di linea di credito possa di per sé costituire un impegno delle risorse pubbliche. Secondo la relazione, non si è avuto alcun trasferimento di risorse pubbliche in quanto in ultima analisi non è stata aperta alcuna linea di credito, né è stata concessa alcuna garanzia che avrebbe richiesto un'autorizzazione attraverso una legge finanziaria. Non si ha del resto alcun trasferimento di risorse pubbliche in quanto nel diritto francese nessuna dichiarazione verbale di un'autorità pubblica può produrre un qualsivoglia effetto sulle finanze pubbliche, né operare il minimo trasferimento di risorse pubbliche; nella fattispecie si tratta di semplici dichiarazioni ministeriali, prive di incidenza negativa sulle finanze pubbliche.

(93) La terza relazione esamina in particolare la razionalità economica del comportamento dello Stato nel periodo tra il 4 settembre 2002 (annuncio dei risultati del primo semestre) e il 15 aprile 2003 (effettuazione dell'aumento di capitale). La relazione, che si fonda su un'analisi della situazione di FT a settembre 2002, distingue tra i risultati operativi di FT (attività sane con possibilità di migliorare il cash flow operativo) e l'importo del debito dell'operatore. A tale proposito la relazione conclude che lo sfasamento temporale tra la generazione di cash flow nel gruppo e le onerose scadenze finanziarie a breve termine (2003-2005) pone un problema di rifinanziamento ma non di solvibilità.

(94) L'HSBC descrive anche il quadro della crisi di liquidità a breve termine, aggravato da una crisi di fiducia del mercato nei confronti del gruppo. Precisa che in tali condizioni erano razionalmente necessari interventi urgenti ed erano auspicabili un piano per migliorare i risultati operativi, un aumento di capitale, una rinegoziazione del rimborso del debito e una politica mirata di cessione di attivi. L'HSBC aggiunge che nella fattispecie il piano Ambition 2005 rappresenta un piano coerente, completo e razionale in quanto consente in particolare di generare un cash flow di 15 miliardi di euro attraverso un miglioramento operativo e una cessione di attivi senza incidere sul *core business*. L'HSBC sottolinea che un aumento di capitale a sostegno di una società che attui un piano di risanamento operativo costituisce una soluzione naturale per riequilibrare il bilancio. Rileva che anche il

([22]) Decreto 2002-1409 del 2 dicembre 2002 che modifica il decreto n. 65-1117 del 17 dicembre 1967 sull'organizzazione amministrativa e finanziaria dell'ERAP.

([23]) Articolo 80 della legge 2002-1576 del 30 dicembre 2002 relativa alla legge finanziaria correttiva per il 2002.

sostegno verbale dell'azionista di maggioranza è comune e razionale e che è prassi diffusa e normale che gli azionisti di riferimento preannuncino le loro decisioni agli altri azionisti. L'HSBC ha anche messo in evidenza che, nella fattispecie, il prestito d'azionista era, in attesa di un aumento di capitale, un'operazione poco rischiosa, redditizia e comune per proteggere gli interessi patrimoniali dell'azionista di maggioranza, dal momento che ragioni di calendario rendevano impossibile la ricapitalizzazione nel mese di dicembre. Ha precisato inoltre che il prestito d'azionista era stato previsto a condizioni di mercato.

(95) La relazione dell'HSBC cita altresì l'andamento borsistico dell'azione FT, ponendo l'accento sul rialzo del titolo nel mese di luglio 2002, a seguito di voci relative a una nazionalizzazione, e sul successivo crollo nel mese di settembre, in quanto allora non risultavano ancora chiare le modalità del possibile aumento di capitale di 15 miliardi di euro nonostante tale eventualità fosse nota al mercato. La relazione sottolinea inoltre che le proiezioni finanziarie di FT lasciano prevedere una redditività molto soddisfacente per lo Stato: in base al metodo del valore attuale dei flussi di cassa (metodo DCF — *discounted cash flow*), la ricapitalizzazione comporta un tasso di redditività annuo del 25 %, mentre il tasso medio sul mercato delle telecomunicazioni è del 9,9 %.

(96) In risposta all'invio della relazione NERA, FT rileva che non sussistono nella fattispecie le condizioni per invocare la responsabilità dello Stato per il mancato rispetto della sua promessa. La mera formulazione di una promessa, neppure quella di corrispondere determinate somme di denaro, è in alcun modo sufficiente da sola a impegnare le finanze pubbliche, a «immobilizzare risorse dello Stato» senza un atto giuridico. Su questo punto FT conclude che, in base alla giurisprudenza francese, non è possibile dimostrare che si sia prodotto nella fattispecie un «trasferimento di risorse pubbliche» a seguito della promessa condizionale di un prestito d'azionista.

(97) Secondo FT, lo Stato non ha messo alcuna linea di credito a disposizione di FT tramite l'ERAP. Le dichiarazioni non impegnano lo Stato sul piano giuridico, né nei confronti di FT né nei confronti dei terzi. Lo Stato non può impegnarsi senza un atto che crei diritto, adottato nel rispetto delle norme di competenza e della procedura di bilancio.

(98) FR sottolinea più specificatamente il quadro nel quale sono state formulate le dichiarazioni e precisa che l'esame del contesto è necessario ai fini della valutazione dell'effettiva portata delle dichiarazioni. Un'analisi delle dichiarazioni alla luce dei fatti verificatisi tra la fine di giugno 2002 e il dicembre 2002 indica che le dichiarazioni non potevano costituire una promessa e non dimostra che le misure appropriate previste dallo Stato fossero misure finanziarie. All'epoca sussistevano in particolare divergenze all'interno del governo, e il ministro dell'Economia e delle finanze non rappresentava il punto di vista del governo. Da uno studio dei fatti emerge che non esisteva alcun intendimento da parte dei responsabili, i quali avevano soltanto idee vaghe circa la soluzione da dare al problema, e risulta che gli operatori non si erano mai detti convinti che lo Stato si fosse impegnato a favore di una soluzione o di un'altra.

(99) FT afferma infine che le conclusioni del consulente sono errate per i seguenti motivi:

— «L'analisi della situazione del gruppo FT al momento dell'annuncio dei risultati del primo semestre 2002 mostra che il gruppo ha uno squilibrio di bilancio e un problema di liquidità a breve termine, ma che i risultati operativi delle attività sono eccellenti.

— L'analisi del ventaglio di misure che un azionista avveduto deve prevedere in una situazione di indebitamento pesante indica che l'attuazione di un piano di risanamento, comprendente una ricapitalizzazione, costituiva un intervento razionale per un gruppo caratterizzato da attività sane e da un valore intrinseco dell'impresa superiore alla somma della capitalizzazione di borsa e dell'indebitamento netto.

— L'analisi della creazione di valore e le prospettive di redditività suggeriscono che lo Stato effettua un ottimo investimento partecipando a un aumento di capitale, correndo altresì un rischio modesto attraverso l'eventuale attivazione di un prestito d'azionista».

4. **OSSERVAZIONI DELLA FRANCIA**

(100) Le autorità francesi hanno anzitutto ricordato di essersi comportate sin dall'inizio conformemente al principio dell'investitore privato avveduto. Infatti, non appena sono stati annunciati i risultati di FT per il primo semestre 2002, i quali evidenziavano una struttura finanziaria squilibrata e un notevole ammanco di patrimonio netto nonostante i buoni risultati operativi, lo Stato ne ha tratto le conseguenze nominando un nuovo dirigente alla testa dell'impresa e riunendo un consorzio bancario che si è impegnato fin dal settembre 2002 a garantire, a tempo debito, il buon fine di un aumento di capitale. Parallelamente, lo Stato ha chiesto ai nuovi dirigenti un audit approfondito dell'impresa. Sulla base del piano Ambition 2005, in merito al quale l'azionista di maggioranza era regolarmente informato, e sulla base dell'impegno del consorzio bancario, il 4 dicembre 2002 lo

Stato ha annunciato la decisione di partecipare al rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa per un importo di 9 miliardi di euro e ha inoltre annunciato di essere pronto a mettere a disposizione di FT, tramite l'ERAP, un eventuale anticipo su questa sottoscrizione remunerato a condizioni di mercato. Tuttavia, tenuto conto delle condizioni finanziarie della concessione di tale anticipo da parte delle autorità francesi e visti i dubbi espressi dalla Commissione quanto alla presenza di elementi di aiuto pubblico nella misura, FT ha preferito ricorrere direttamente al mercato obbligazionario.

4.1. **Situazione finanziaria di FT**

(101) Le autorità francesi sostengono che, nel momento in cui è stata adottata la decisione di investire, FT non era un'impresa in difficoltà ai sensi degli orientamenti ([24]). Infatti, da un lato, il fatturato dell'impresa era in crescita regolare (aumento del 10 % tra il primo semestre 2001 e il primo semestre 2002) e, dall'altro, il margine lordo di autofinanziamento era ampio e cresceva più rapidamente del fatturato. Le autorità francesi hanno dato notizia dello squilibrio della struttura finanziaria dell'impresa il 30 giugno 2002 e hanno precisato che le perdite erano essenzialmente imputabili agli accantonamenti e ammortamenti straordinari connessi al deprezzamento di attivi acquisiti prima dell'inversione di tendenza dei mercati assolutamente imprevedibile. Le autorità francesi hanno altresì precisato che i costi operativi di FT crescevano meno rapidamente del fatturato e che dunque la redditività dell'impresa aumentava. Per giunta, il risultato e il cash flow operativi erano in aumento (più 15 % per il cash flow rispetto al primo semestre 2001). Le autorità francesi precisano che le ottime prospettive di rendimento di FT sono state ulteriormente migliorate dal piano TOP. Tale rendimento è stato confermato dalla pubblicazione del bilancio 2002, che ha mostrato la dinamica virtuosa avviata nell'impresa dai nuovi dirigenti.

(102) Per quanto riguarda il criterio relativo all'evoluzione dei capitali propri di cui al punto 5, lettera a), degli orientamenti, le autorità francesi precisano che, ai sensi dell'articolo L225-248 del codice di commercio francese, l'indicatore pertinente è il capitale sociale di FT SA, il quale è sempre rimasto positivo e non si è mai dimezzato. Le autorità francesi sottolineano che FT non si trovava quindi nella situazione contemplata dagli orientamenti, ovvero nella situazione in cui il patrimonio netto è inferiore al capitale sociale.

(103) FT non era in una situazione di cessazione dei pagamenti; è stata semplicemente rilevata la possibilità di una limitazione di liquidità nel primo semestre 2003 qualora non si fosse verificata la prevista ripresa del mercato. Le autorità francesi hanno aggiunto che FT aveva allora una disponibilità anticipata di 6,9 miliardi di euro al 31 dicembre 2002 e che avrebbe potuto iniziare il 2003 senza ricorrere al mercato finanziario. Le autorità francesi hanno precisato che l'impresa aveva fatto ricorso al credito consorziale, meno oneroso del mercato obbligazionario, e che beneficiava di una disponibilità su tale credito di 4 miliardi di euro.

(104) In particolare le autorità francesi hanno osservato che durante il 2002 FT aveva accesso ai mercati finanziari e hanno descritto tutti gli strumenti di finanziamento a disposizione di FT tra l'11 luglio 2002 e il 15 gennaio 2003 ([25]). Tra l'altro hanno ricordato che il 14 febbraio 2002 FT aveva negoziato l'apertura di una linea di credito consorziale di 15 miliardi di euro e che durante il 2002 FT aveva realizzato emissioni obbligazionarie ([26]), di cui 442,2 milioni di EUR costituiti da obbligazioni rimborsabili mediante azioni.

(105) Le autorità francesi hanno inoltre precisato che FT non correva alcun rischio finanziario a seguito del deterioramento del suo rating da parte delle agenzie di rating, in quanto le convenzioni non contenevano clausole di rimborso anticipato.

(106) Inoltre, secondo l'opinione concordante di varie banche consultate tra giugno e novembre 2002, FT era in grado di rifinanziarsi sui mercati obbligazionari già prima dell'annuncio del piano Ambition 2005 e del sostegno dell'azionista di maggioranza. Le autorità francesi hanno ricordato in proposito che la banca Barclays e la banca Dresdner Kleinwort Wasserstein, rispettivamente nel luglio 2002 e nel settembre 2002, si erano offerte di rifinanziare, mediante programmi di scambio realizzati a partire da ottobre o novembre, alcuni debiti obbligazionari di FT che sarebbero scaduti tra il 2003 e il 2005.

4.2. **Razionalità del piano «*Total Operational Performance*» («TOP»)**

(107) Le autorità francesi sottolineano che, tenuto conto di quanto sopra, l'aumento del cash flow e il rafforzamento del patrimonio netto previsti dal piano Ambition 2005 sono le componenti di una strategia che sarebbe stata seguita da qualunque azionista di maggioranza avveduto.

([24]) 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).

([25]) Le autorità francesi hanno citato, tra l'altro, emissioni obbligazionarie, linee di credito, *commercial paper*, prestiti a breve termine, operazioni di titolarizzazione e prodotti derivati.

([26]) Nel periodo compreso tra il 26 luglio 2002 e la presentazione del piano Ambition 2005, avvenuta il 4 dicembre 2002, FT ha emesso un prestito obbligazionario di 70 milioni di EUR il 26 luglio 2002 e un lotto di 150 milioni di EUR fungibile con il prestito obbligazionario di 3,5 miliardi di euro emesso nel marzo 2001.

(108) Quanto alla razionalità del piano TOP, le autorità francesi precisano che esso costituisce un considerevole sforzo dell'impresa. Si tratta di un piano globale di riorientamento della gestione, fondato su azioni concrete, che ha già prodotto i primi risultati positivi. Esse fanno osservare al riguardo che il piano è estremamente preciso e che permette l'aumento della redditività dell'impresa con un tasso di utile sul capitale investito (ROI) del 43 % nel 2005, per gli investitori che hanno partecipato all'aumento di capitale nell'aprile 2003, ovvero un rendimento nettamente superiore al ROI di riferimento (11 %) atteso da un investitore privato nel settore delle telecomunicazioni. Il piano TOP prevede inoltre l'ottimizzazione della gestione del personale. Quanto al piano di cessioni, le autorità francesi precisano che la cessione degli attivi a fine 2002 permetteva di rinviare alla fine del 2003 l'eventuale limitazione di liquidità, anche senza fare ricorso ai mercati finanziari.

(109) Le autorità francesi sottolineano infine che le strategie seguite dagli operatori concorrenti non sembrano più prudenti e che un piano non va giudicato in base alla consistenza o al carattere strategico degli attivi di cui si prevede la cessione, bensì in base alla razionalità del piano nel suo insieme. Per di più, il successo delle emissioni obbligazionarie del dicembre 2002 e del gennaio 2003 ha confermato a posteriori la fiducia degli investitori privati nel potenziale operativo di FT.

4.3. **Applicazione del principio dell'investitore avveduto alla partecipazione al rafforzamento del patrimonio netto**

(110) Quanto al fatto di applicare il principio dell'investitore privato avveduto all'annuncio, da parte dello Stato, dell'anticipo della sua partecipazione al rafforzamento del patrimonio netto, le autorità francesi fanno osservare che il loro accordo era stato condizionato alla presentazione, da parte del nuovo dirigente, di un nuovo piano di riequilibrio giudicato credibile e alla partecipazione delle banche.

(111) Per quanto riguarda il rispetto del principio di concomitanza, le autorità francesi sottolineano che lo Stato azionista aveva adottato sin dall'inizio tutte le misure atte a garantire la partecipazione concomitante degli azionisti pubblici e privati e che non aveva preso alcun rischio prima degli investitori privati. Infatti, l'annuncio dell'intenzione dello Stato di partecipare al rafforzamento del patrimonio netto risale al 12 settembre 2002 e a quella data un consorzio bancario si era già impegnato, fin dal settembre 2002, a garantire, a tempo debito e insieme all'azionista pubblico, il buon fine della parte di un aumento di capitale destinata agli investitori privati, purché fosse annunciato al mercato un piano di riequilibrio giudicato credibile. Le autorità francesi sottolineano che questa condizione era normale, tenuto conto della situazione finanziaria squilibrata di FT, e precisano che anche la partecipazione dello Stato era condizionata all'annuncio di un piano giudicato credibile dal mercato. Se gli investitori privati non si fossero resi garanti, lo Stato non avrebbe fatto tale annuncio.

(112) Le autorità francesi precisano altresì che i finanziamenti privati sono stati conferiti prima del finanziamento pubblico in quanto i contributi finanziari degli investitori privati - sotto forma di prestiti obbligazionari e di riscadenzamento di crediti bancari tra il dicembre 2002 e il febbraio 2003 - sono stati significativi. Esse precisano che l'analisi di ogni eventuale messa a disposizione di fondi pubblici deve essere effettuata alla luce di tali finanziamenti privati.

(113) Le autorità francesi sottolineano che, conformemente alla giurisprudenza Alitalia ([27]), lo Stato non si è impegnato formalmente prima dell'impegno formale delle banche. La partecipazione dell'azionariato privato è significativa, in quanto ammonta al 40 %.

(114) Quanto al rendimento atteso, le autorità francesi precisano che, come già detto, il rispetto del principio dell'investitore privato avveduto è dimostrato anche dalle notevoli prospettive di redditività del piano TOP, confermate dall'accoglienza favorevole che il mercato ha riservato a quest'ultimo.

(115) Le autorità francesi sottolineano che l'aumento di capitale è stato realizzato non appena è stato tecnicamente possibile presentare allo Stato e agli investitori dati attualizzati sulle prospettive operative dell'impresa, il che mostra la scelta da parte dello Stato di investitori di qualità motivati da prospettive di rendimento a lungo termine.

4.4. **Il prestito d'azionista**

(116) Le autorità francesi sostengono che il progetto di prestito non è mai stato firmato da FT a causa, da un lato, dell'onerosità delle condizioni finanziarie proposte a FT e, dall'altro, dei dubbi avanzati dalla Commissione quanto alla compatibilità della misura con il trattato. Di conseguenza, nessuna risorsa statale è stata messa a disposizione dell'impresa tramite il progetto di prestito d'azionista. Le autorità francesi precisano che l'entrata in vigore del

([27]) Sentenza del Tribunale del 12 dicembre 2000, Alitalia/Commissione, T-296/97, ECLI:EU:T:2000:289.

prestito non può derivare dall'annuncio fatto dallo Stato il 4 dicembre 2002, il quale riguarda unicamente l'impegno dello Stato azionista a partecipare all'operazione di rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa e indica soltanto un'*«eventuale»* messa a disposizione di un prestito d'azionista.

(117) Le autorità francesi osservano inoltre che il progetto di annuncio non aveva in ogni caso conferito alcun vantaggio a FT.

(118) Esse precisano al riguardo che il prestito, non essendo entrato in vigore, non è stato utilizzato da FT e non ha dunque potuto ritardare l'ammanco di liquidità dell'impresa. Le autorità francesi sostengono che l'annuncio del prestito non costituisce una garanzia. Il diritto francese non riconosce infatti le garanzie implicite: ogni garanzia concessa dallo Stato deve essere ratificata da una legge. È errato assimilare l'annuncio di un eventuale prestito dello Stato a una garanzia. Le autorità francesi insistono peraltro che la garanzia che lo Stato ha concesso all'ERAP per permettergli di finanziare la sua partecipazione al rafforzamento del patrimonio netto di FT non deve essere assimilata a una garanzia a favore di FT. Per quanto riguarda l'ERAP, le autorità francesi precisano che il suo ruolo era completamente neutrale e che era intervenuto soltanto per ragioni di bilancio.

(119) Analogamente, l'annuncio da parte dello Stato di un progetto di prestito non ha potuto agevolare l'accesso di FT al mercato obbligazionario. In primo luogo, i prestiti obbligazionari non beneficiano di alcun tipo di garanzia, in quanto la loro durata è superiore a quella del prestito; inoltre i titolari di obbligazioni non dispongono di alcun mezzo di ricorso in caso di mancato rimborso alla scadenza. In secondo luogo, le autorità francesi precisano che non era possibile paragonare l'annuncio dello Stato, circa il possibile anticipo della sua partecipazione al rafforzamento del patrimonio netto, alla garanzia della decisione 2001/89/CE della Commissione ([28]) (Crédit Foncier de France), perché il prestito previsto nella fattispecie, essendo ipotetico e rigorosamente limitato nella durata e nell'importo, non poteva bastare da solo, tenuto conto delle scadenze debitorie dell'impresa, a risolvere i problemi finanziari di quest'ultima. In terzo luogo, le autorità francesi evidenziano che le emissioni obbligazionarie sono state quindi determinate esclusivamente dalla percezione che aveva il mercato della capacità di FT di onorare da sola i suoi impegni, senza garanzia statale. La fiducia di cui il mercato ha dato prova in occasione delle suddette emissioni obbligazionarie proviene essenzialmente dal cambiamento del gruppo dirigente e dall'accoglienza favorevole della nuova strategia rivelata in occasione della presentazione del piano Ambition 2005.

(120) Per quanto riguarda il rispetto del principio dell'investitore avveduto relativamente all'eventuale prestito, le autorità francesi hanno sottolineato che, dal momento che la decisione di partecipare a un aumento di capitale era stata presa e che le relative condizioni risultavano soddisfatte, era logico che lo Stato anticipasse la sua partecipazione. Le prime discussioni relative a questo progetto di prestito risalgono al novembre 2002. Le autorità francesi hanno anche sottolineato che la legittimità di tale misura non era contestabile perché, come già detto, essa si fondava su un piano credibile e dettagliato i cui elementi essenziali erano noti al momento dell'annuncio del progetto di prestito il 4 dicembre 2002. Inoltre, lo Stato disponeva già dell'impegno, condizionato alla presentazione al mercato di un piano credibile, del consorzio bancario e sin dalla fine di novembre aveva in mano tutti gli elementi per prevedere che questa condizione sarebbe stata soddisfatta, vista la reazione positiva dei mercati dopo la nomina dei nuovi dirigenti. Le autorità francesi evidenziano in proposito che non è pertinente valutare l'importo di cui si tratta ma che, conformemente alla giurisprudenza Alitalia, occorre esaminare la conformità delle condizioni di finanziamento dell'operazione per un'impresa di dimensioni comparabili.

(121) Quanto alla remunerazione dell'eventuale prestito, le autorità francesi fanno notare che essa era conforme al mercato e che era stata maggiorata di penalità per tenere conto del suo carattere subordinato. Le autorità francesi sottolineano altresì che il progetto prevedeva una provvigione di non utilizzo e che l'assenza di garanzia era conforme alla prassi di un investitore avveduto nel caso di un prestito di breve periodo, concesso da un azionista come anticipo della sua sottoscrizione di un aumento di capitale. Le autorità francesi segnalano altresì che il rimborso della somma mediante azioni esisteva effettivamente e riguardava il contante.

4.5. **Annunci dello Stato**

(122) Le autorità francesi sottolineano il contesto nel quale devono essere analizzate le dichiarazioni dello Stato in qualità di azionista avveduto. Tra il settembre e il dicembre 2002 lo Stato ha dato impulso a un cambiamento di gestione, il cui elemento determinante è rappresentato dalla sostituzione del dirigente di FT, e ha seguito da vicino l'elaborazione di un piano di riequilibrio assicurandosi nel contempo l'appoggio di investitori privati per l'eventualità di un successivo aumento di capitale. Secondo le autorità francesi, queste misure operative hanno avuto un impatto finanziario decisivo e hanno generato l'accoglienza assai favorevole dei mercati finanziari e il recupero del titolo FT.

([28]) Decisione 2001/89/CE della Commissione, del 23 giugno 1999, recante approvazione condizionata dell'aiuto concesso dalla Francia al Crédit Foncier de France (GU L 34 del 3.2.2001, pag. 36).

(123) Le autorità francesi sottolineano che lo Stato non ha mai affermato o lasciato intendere che avrebbe sostenuto FT in modo incondizionato e illimitato. Esse aggiungono che «lo Stato ha […] sottolineato fin dall'estate che si sarebbe comportato come un azionista privato avveduto e non come potere pubblico e che intendeva intervenire come azionista secondo modalità (allora ancora da definire) che non sarebbero state diverse da quelle che avrebbe scelto un investitore privato, cosa che escludeva necessariamente che lo Stato avesse già deciso di intervenire incondizionatamente e irrevocabilmente» ([29]). Queste dichiarazioni, che non sarebbero diverse dalle modalità che sceglierebbe un investitore privato, escludono de facto qualunque sostegno incondizionato e irrevocabile. Le autorità francesi sostengono anche che le dichiarazioni da esse fatte tra luglio e ottobre 2002 costituivano «vaghe dichiarazioni preliminari» non accompagnate da «misure che le concretassero» ([30]). Le autorità francesi hanno precisato al riguardo che le dichiarazioni successive dovevano essere valutate alla luce della prima dichiarazione e che è errato affermare che, fin dal 12 luglio 2002, lo Stato ha assunto «l'impegno irrevocabile di sostenere FT» e «un impegno irrevocabile di partecipare al rafforzamento del patrimonio netto». Le autorità francesi precisano che l'azionista ha annunciato per la prima volta nel settembre 2002 la sua intenzione di partecipare al rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa e che «ciò avrebbe assunto la forma di un'operazione seguita dal mercato (riferimento a un calendario da definire in funzione delle condizioni del mercato)» ([31]).

(124) Quanto alla dichiarazione del 2 ottobre 2002, le autorità francesi hanno sostenuto che essa confermava che la presentazione di un piano giudicato credibile era una condizione preliminare alla partecipazione dello Stato.

(125) Le autorità francesi sostengono anche che «[l]e sole misure specifiche previste dallo Stato quale azionista maggioritario di FT sono quelle illustrate nel dossier di informazione/notifica trasmesso alla Commissione e annunciate pubblicamente il 5 dicembre 2002, vale a dire la partecipazione insieme con investitori privati a un aumento di capitale di 15 miliardi di euro in proporzione alla quota del capitale di FT detenuta dallo Stato e un eventuale prestito d'azionista remunerato a condizioni di mercato come anticipo di tale aumento di capitale. Il fatto che lo Stato abbia indicato che avrebbe svolto il suo ruolo di azionista avveduto non costituisce affatto una garanzia statale. Se le dichiarazioni dello Stato tra luglio e ottobre 2002 fossero davvero state giuridicamente equivalenti a una promessa di 'garanzia illimitatà a favore di FT, o anche se fossero state semplicemente percepite come tali dal mercato e dalle agenzie di rating, il rating di FT non sarebbe peggiorato in luglio e gli spread e il rating di FT nel corso di tale periodo avrebbero rispecchiato il rischio Paese (rating AAA e spread assai debole). Infine, l'eventuale presa in considerazione da parte delle agenzie di rating della presenza dello Stato come azionista maggioritario, indipendentemente da qualunque garanzia implicita o esplicita, da qualunque misura specifica e dalla situazione finanziaria della società in un momento determinato, non può di per sé essere considerata come un aiuto pubblico. Un approccio del genere sarebbe in evidente contrasto con il principio di neutralità del diritto comunitario, riconosciuto dall'articolo 295 del trattato CE» ([32]).

4.6. **Evoluzione del corso dell'azione di FT**

(126) Le autorità francesi sostengono che solo le misure operative hanno avuto un impatto sull'andamento borsistico di FT. Il corso dell'azione dell'impresa ha cominciato a risalire il 2 ottobre 2002 (progressione di oltre il 10,4 % nella settimana del 2 ottobre) in seguito all'annuncio della nomina del nuovo dirigente; tale progressione si è confermata e amplificata con l'annuncio del piano TOP e del nuovo comitato esecutivo il 5 dicembre 2002, che ha comportato un rialzo di oltre il 25 % in due giorni. Le autorità francesi precisano che le dichiarazioni di principio fatte dallo Stato tra luglio e ottobre 2002 non sono state determinanti per il rialzo e che, fin quando non vi sono state misure operative, l'evoluzione del corso è rimasta fluttuante, il che riflette l'incertezza del mercato sulla situazione dell'impresa. Le autorità francesi sottolineano che questa percezione ha comportato una caduta del corso in borsa che il 30 settembre 2002 ha toccato il punto più basso, con una parentesi di relativa stabilità durante l'estate senza annunci o voci particolari. Esse precisano che, nel corso di tale periodo, le dichiarazioni dello Stato circa l'intenzione di svolgere appieno il suo ruolo d'azionista non hanno arrestato la tendenza al ribasso dell'azione di FT.

4.7. **Osservazioni sulla relazione NERA**

(127) Quanto alla parte giuridica della relazione NERA, le autorità francesi hanno presentato le osservazioni seguenti:

— «Anzitutto […] la relazione giuridica si basa su un'interpretazione errata (se non tendenziosa) dei fatti. In particolare … la relazione travisa manifestamente opinioni, di per sé chiare, espresse dal ministro dell'Economia in un'intervista pubblicata nel luglio 2002. Le autorità francesi contestano con fermezza che sia possibile proporre interpretazioni tanto infondate per trarne conclusioni giuridiche e, in particolare, affermare

([29]) Osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003, pag. 8.
([30]) Osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003, pag. 9.
([31]) Osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003, pag. 8.
([32]) Osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003, pag. 9.

l'esistenza di una garanzia accordata dallo Stato a France Télécom». «Non si tratta nemmeno di un comunicato ufficiale del governo o di France Télécom, bensì di un semplice articolo di giornale che riproduce il testo di un'intervista del ministro dell'Economia in un quadro più globale relativo alle priorità del governo, di conseguenza privo di qualsiasi forza probante».

— «Lo Stato, azionista di France Télécom, non solo ha sempre inteso comportarsi da investitore avveduto in relazione a France Télécom, ma ha anche scelto di dire chiaramente e pubblicamente che questa posizione avrebbe costituito il presupposto di tutti i suoi eventuali interventi nella faccenda …». L'intervista del ministro del luglio 2002 non rivela l'adozione di alcuna decisione. «… [P]ur restando fiducioso nella vitalità dell'impresa, lo Stato non aveva fatto altro che rilevare i dubbi del mercato riguardo alla situazione di France Télécom e, in qualità di azionista di maggioranza, tentava di affinare la sua analisi, senza essere in grado, in quella fase, di effettuare una diagnosi precisa o di adottare una qualche decisione. Per di più, non vi è motivo di supporre a priori che con l'espressione 'disposizioni appropriate' ci si volesse riferire specificamente a misure finanziarie».

— «Le autorità francesi hanno inoltre rilevato numerose inesattezze nei ragionamenti formulati nella relazione giuridica. Quest'ultima manca palesemente di obiettività, in quanto adotta analisi giuridiche assai discutibili (in particolare per quanto riguarda la qualificazione delle lettere di intenti e la portata di un impegno unilaterale in diritto civile e commerciale) ed applica ingiustificatamente ai fatti esaminati alcune qualificazioni giuridiche fuori luogo (è quanto avviene, ad esempio, con l'applicazione della teoria della gestione d'affari o delle norme di diritto internazionale pubblico nei rapporti tra una società e il suo azionista maggioritario)».

— «Del resto, le conclusioni della relazione giuridica dirette a dimostrare che lo Stato avrebbe concesso a France Télécom una 'garanzia illimitatà non trovano nessun fondamento nel diritto comunitario». Conformemente alla giurisprudenza Compagnie nationale Air France ([33]), le dichiarazioni in esame non possono costituire un impegno definitivo e incondizionato dello Stato.

— Per quanto riguarda l'assimilazione tra le dichiarazioni rese dal ministro a luglio e la lettera d'intenti, le autorità francesi sottolineano che «i) in primo luogo, una lettera di intenti è per sua natura indirizzata ad un beneficiario, ii) in secondo luogo, e coerentemente con l'osservazione che precede, l'efficacia di tale mezzo dipende dall'accettazione del suddetto beneficiario, iii) infine, la portata dell'impegno preso (per quanto riguarda sia l'oggetto, sia la forza che l'autore vuole dare all'impegno) dipende esclusivamente dai termini usati». «Pertanto … il carattere per lo meno generale delle opinioni del ministro … esclude senza alcun dubbio che vi fosse un impegno a favore di France Télécom o dei suoi creditori e, a fortiori, un'obbligazione di risultato (e quindi una garanzia) o un'obbligazione di mezzi». «La risposta del ministro … dimostra soltanto che all'epoca nessuna decisione — al di là di quella di agire 'da investitore avveduto' – era stata presa dallo Stato azionista, il quale, pur avendo fiducia nella qualità operativa dell'impresa, allora non era in grado di fare una diagnosi sufficientemente precisa né di adottare una qualunque decisione». «La giurisprudenza … non ha mai ritenuto che un impegno di garanzia senza beneficiari determinati possa essere addotto da qualunque persona che vi abbia interesse. D'altronde, ciò non è affatto sorprendente, in quanto la garanzia e la lettera d'intenti devono per loro natura essere rivolte ad uno o più beneficiari. Non essendo destinato ad alcun beneficiario determinato, non vi è poi da stupirsi se il presunto impegno non è stato accettato». Per quanto riguarda l'ipotesi della gestione d'affari, questo concetto è nella fattispecie completamente fuori luogo.

— Per quanto riguarda il diritto amministrativo, «[d]a un canto, semplici dichiarazioni a un giornalista — come quelle rese dal ministro dell'Economia il 12 luglio 2002 — non sono costitutive di un 'atto pregiudizievole' che può far sorgere diritti e obbligazioni, e ancor meno di una garanzia accordata dallo Stato a France Télécom».

— «Le conclusioni del consulente giuridico sono manifestamente contrarie alla prassi decisionale della Commissione e alla giurisprudenza comunitaria applicabili in materia di aiuti pubblici, le quali subordinano l'esistenza di un aiuto alla dimostrazione di un impegno definitivo, preciso e incondizionato dello Stato interessato, cosa che non può in alcun modo essere ravvisata nelle opinioni espresse dal ministro il 12 luglio 2002». «Una misura statale, qualunque ne sia la forma, deve infatti essere sufficientemente precisa e concreta perché la Commissione possa in particolare determinare l'esistenza stessa di un vantaggio».

(128) Per quanto riguarda la parte economica della relazione, le autorità francesi sottolineano che nella relazione si osserva che FT non era un'impresa in difficoltà all'epoca dei fatti considerati (poiché aveva accesso ai mercati finanziari e non aveva un problema di vitalità a lungo termine) e che la partecipazione dello Stato azionista al piano di riequilibrio del bilancio dell'impresa era conforme al criterio dell'investitore privato.

([33]) Sentenza del Tribunale del 12 dicembre 1996, *Compagnie nationale Air France*/Commissione, T-358/94, ECLI:EU:T:1996:194; cfr. anche la decisione 94/662/CE della Commissione, del 27 luglio 1994, relativa alla sottoscrizione da parte della CDC-Participations delle emissioni obbligazionarie di Air France (GU L 258 del 6.10.1994, pag. 26).

5. VALUTAZIONE DELLA MISURA ALLA LUCE DALL'ARTICOLO 107, PARAGRAFO 1, DEL TRATTATO

(129) L'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE stabilisce che 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. Secondo una giurisprudenza costante, nel concetto di aiuto rientrano non soltanto le sovvenzioni propriamente dette, ma anche interventi che, in varie forme, alleviano gli oneri gravanti sul bilancio di un'impresa e che di conseguenza, senza essere sovvenzioni in senso stretto, ne hanno la stessa natura e producono identici effetti ([34]). Da quanto precede discende che la nozione di aiuto è basata sul concetto economico di vantaggio, mentre il criterio formale è irrilevante; rilevanti sono esclusivamente gli effetti della misura ([35]).

(130) Secondo una giurisprudenza costante, la qualificazione di «aiuto di Stato» ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE richiede che sussistano tutti i presupposti previsti da tale disposizione ([36]). Infatti, la qualificazione di una misura nazionale quale aiuto di Stato ai sensi di detto articolo del TFUE presuppone anzitutto che si tratti di un intervento dello Stato ovvero effettuato mediante risorse statali; in secondo luogo, che tale intervento sia idoneo a incidere sugli scambi tra Stati membri; in terzo luogo, che conceda un vantaggio selettivo al suo beneficiario e, in quarto luogo, che falsi o minacci di falsare la concorrenza ([37]).

(131) Inoltre secondo la costante giurisprudenza, l'intervento, sotto qualsiasi forma, delle autorità pubbliche nel capitale di un'impresa può costituire un aiuto di Stato se sussistono i presupposti previsti dall'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE ([38]).

(132) Per quanto riguarda la condizione secondo cui la misura in questione deve intendersi come la concessione di un vantaggio al suo beneficiario ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE, vengono considerati aiuti di Stato gli interventi mediante risorse statali che, sotto qualsiasi forma, sono atti a favorire direttamente o indirettamente determinate imprese o che devono ritenersi un vantaggio economico che l'impresa beneficiaria non avrebbe ottenuto in condizioni normali di mercato ([39]).

(133) Nella fattispecie è opportuno interrogarsi innanzitutto sulla presenza di un vantaggio per FT finanziato mediante risorse statali. Se infatti la Commissione non potesse affermare che tale vantaggio è effettivamente presente oppure se quest'ultimo non fosse finanziato mediante risorse statali, essa dovrebbe concludere che la misura in esame non costituisce un aiuto di Stato in quanto le condizioni di esistenza di un aiuto di Stato sono cumulative.

(134) A titolo preliminare è opportuno rammentare i principi applicabili a tale analisi come stabiliti nella sentenza *Bouygues*. La Corte ha considerato che:

> «103. non si può escludere […] che più interventi consecutivi dello Stato debbano essere considerati un solo intervento ai fini dell'applicazione dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE.
>
> 104. Ciò può verificarsi, in particolare, nel caso in cui interventi consecutivi siano connessi tra loro, segnatamente per quanto riguarda la loro cronologia, il loro scopo e la situazione dell'impresa al momento di tali interventi, in modo tanto stretto da renderne impossibile la dissociazione […].

([34]) Sentenza della Corte di giustizia del 15 marzo 1994, *Banco Exterior de España*, C-387/92, ECLI:EU:C:1994:100, punto 13; sentenza della Corte di giustizia del 19 settembre 2000, Germania/Commissione, C-156/98, ECLI:EU:C:2000:467, punto 25; sentenza del Tribunale del 13 giugno 2000, EPAC/Commissione, T-204/97 e T-270/97, ECLI:EU:T:2000:148.

([35]) Sentenza della Corte di giustizia del 14 novembre 1984, *Intermills*/Commissione, C-323/82, ECLI:EU:C:1984:345, punto 31; sentenza del Tribunale del 27 gennaio 1998, *Ladbroke*/Commissione, T-67/94, ECLI:EU:T:1998:7, punto 52.

([36]) Sentenza della Corte di giustizia del 2 settembre 2010, Commissione/*Deutsche Post*, C-399/08 P, ECLI:EU:C:2010:481, punto 38 e giurisprudenza citata; sentenza della Corte di giustizia del 21 dicembre 2016, Commissione/*Hansestadt Lübeck*, C-524/14 P, ECLI:EU:C:2016:971, punto 40; sentenza della Corte di giustizia del 21 dicembre 2016, Commissione/*World Duty Free Group SA* e altri, C-20/15 P e C-21/15 P, ECLI:EU:C:2016:981, punto 53; sentenza della Corte di giustizia del 20 settembre 2017, Commissione/*Frucona Kosice*, C-300/16 P, ECLI:EU:C:2017:706, punto 19.

([37]) Sentenza della Corte di giustizia del 2 settembre 2010, Commissione/*Deutsche Post*, C-399/08 P, ECLI:EU:C:2010:481, punto 39 e giurisprudenza citata; sentenza della Corte di giustizia del 21 dicembre 2016, Commissione/*Hansestadt Lübeck*, C-524/14 P, ECLI:EU:C:2016:971, punto 40; sentenza della Corte di giustizia del 21 dicembre 2016, Commissione/*World Duty Free Group SA* e altri, C-20/15 P e C-21/15 P, ECLI:EU:C:2016:981, punto 53; sentenza della Corte di giustizia del 20 settembre 2017, Commissione/*Frucona Kosice*, C-300/16 P, ECLI:EU:C:2017:706, punto 19.

([38]) Sentenza della Corte di giustizia del 14 settembre 1994, Spagna/Commissione, da C-278/92 a C-280/92, ECLI:EU:C:1994:325, punto 20 e giurisprudenza citata; sentenza della Corte di giustizia dell'8 maggio 2003, Repubblica italiana e SIM 2 Multimedia SpA/Commissione, C-399/00 e C-328/99, ECLI:EU:C:2003:252, punto 36 e giurisprudenza citata.

([39]) Sentenza della Corte di giustizia del 2 settembre 2010, Commissione/*Deutsche Post*, C-399/08 P, ECLI:EU:C:2010:481, punto 40 e giurisprudenza citata.

105. Ne risulta che, avendo ritenuto necessario identificare una riduzione del bilancio statale o un rischio economico sufficientemente concreto di oneri gravanti su tale bilancio, rischio strettamente connesso con un vantaggio specifico derivante o dall'annuncio del 4 dicembre 2002 o dall'offerta di prestito d'azionista – e corrispondente a o avente come controprestazione tale vantaggio –, il Tribunale ha commesso un errore di diritto applicando un criterio tale da escludere a priori che detti interventi statali potessero essere considerati un solo intervento in funzione dei legami tra essi stessi ed i loro effetti.

106. È inoltre importante rilevare che dalla giurisprudenza della Corte risulta che un intervento statale che può, al tempo stesso, collocare le imprese alle quali si applica in una situazione più favorevole rispetto ad altre e creare un rischio sufficientemente concreto che si realizzi, in futuro, un onere supplementare per lo Stato può gravare le risorse statali […].

107. In particolare, la Corte ha avuto modo di precisare che vantaggi consentiti sotto forma di una garanzia statale possono comportare un onere supplementare per lo Stato […].

108. Peraltro, la Corte ha già statuito che, atteso che, in termini economici, la modifica delle condizioni di mercato che genera un vantaggio indirettamente concesso a determinate imprese costituisce la risultante del venir meno di entrate tributarie per i pubblici poteri, anche l'intervento di una decisione autonoma da parte degli investitori non produce l'effetto di far venire meno il nesso esistente tra detto venir meno di entrate ed il beneficio a favore delle imprese interessate […].

109. Di conseguenza, ai fini della constatazione dell'esistenza di un aiuto di Stato, la Commissione deve dimostrare un nesso sufficientemente diretto tra, da un lato, il vantaggio accordato al beneficiario e, dall'altro, una riduzione del bilancio statale o un rischio economico sufficientemente concreto di oneri gravanti su tale bilancio […].

110. Per contro, […], non è necessario che una siffatta riduzione, o un siffatto rischio, corrispondano o equivalgano a tale vantaggio, né che quest'ultimo trovi un corrispettivo in una siffatta riduzione o un siffatto rischio, né che sia della stessa natura dell'impegno di risorse statali da cui deriva».

(135) Per quanto concerne l'interpretazione e l'ambito della decisione di avvio del procedimento di indagine formale riguardante la misura in questione, la sentenza *Bouygues* indica che tale decisione di avvio verte esclusivamente sulle misure notificate e non riguarda quindi la «questione se le dichiarazioni formulate a partire dal luglio 2002 costituissero di per sé un aiuto di Stato» ([40]). La presente decisione finale non affronta tale questione, essendo il suo oggetto delimitato dalla decisione di avvio del procedimento.

(136) Sempre a titolo preliminare la Commissione ricorda che le valutazioni di fatto e di diritto considerate dal Tribunale nella sentenza del 2 luglio 2015 ([41]), lette alla luce della sentenza su impugnazione della Corte del 30 novembre 2016 ([42]), sempre che costituiscano il sostegno necessario del suo dispositivo, hanno autorità di cosa giudicata.

5.1. **Le misure adottate dalla Francia tra luglio e ottobre 2002 hanno avuto importanti conseguenze sul mercato**

(137) Le dichiarazioni rese da luglio 2002 hanno permesso di mantenere il rating di FT all'interno della categoria investimento e di ristabilire la fiducia dei mercati finanziari. Hanno reso possibile, più facile e meno oneroso l'accesso di FT a nuovi crediti necessari a rifinanziare i debiti a breve termine a concorrenza di 15 miliardi di euro e hanno contribuito in definitiva a stabilizzare la situazione finanziaria molto fragile dell'impresa, che a giugno e luglio 2002 era sul punto di deteriorarsi in maniera sostanziale.

(138) Durante la prima metà del 2002 FT ha visto il suo rating fortemente deteriorato a seguito della pubblicazione del suo bilancio 2001. Il 24 giugno 2002 Moody's ha declassato il rating dell'impresa all'ultima posizione della categoria investimento sicuro, al livello appena superiore a quello di «junk bond», rendendo in tal modo assai difficile il rifinanziamento del suo debito ([43]). Questo deterioramento ha causato una grandissima preoccupazione

([40]) Punti da 70 a 72 della sentenza *Bouygues*.
([41]) Sentenza del Tribunale del 2 luglio 2015, Repubblica francese/Commissione europea, T-425/04 RENV e T-444/04 RENV, ECLI:EU:T:2015:450.
([42]) Sentenza della Corte di giustizia del 30 novembre 2016, Commissione/Francia, C-486/15 P, ECLI:EU:C:2016:912.
([43]) Cfr. le dichiarazioni del precedente amministratore delegato di FT, Michel Bon, apparse sulla stampa: articolo di *La Tribune* del 16 settembre 2002 «… l'abbassamento del rating impedisce i rifinanziamenti previsti»; articolo di *Le Monde* del 16 settembre 2002 «la degradazione alla fine di giugno del rating attribuito al debito di FT dall'agenzia di rating Moody's […] ci ha precluso l'accesso al mercato»; articolo del *Financial Times* del 16 settembre 2002 «FT non può continuare a sopravvivere in una situazione in cui nessuno vuole prestarci denaro e, per contro, tutti vogliono essere pagati sull'unghia. Nella situazione attuale, il rifinanziamento del nostro debito è semplicemente impossibile».

sui mercati finanziari in merito alla situazione finanziaria di FT (in particolare sulla sua capacità di rifinanziare il debito di 15 miliardi di euro in scadenza a fine 2003) e i mercati erano allora in attesa di una reazione dello Stato che li rassicurasse. Queste circostanze indicano che lo Stato doveva intervenire urgentemente per dare fiducia al mercato e per impedire l'ulteriore abbassamento del rating di FT al livello di «junk bond», cosa che avrebbe avuto conseguenze gravissime ([44]) sulla situazione finanziaria dell'impresa.

(139) Il governo francese ha quindi preservato la fiducia tramite le dichiarazioni che si sono succedute. Di fatto, l'intervento dello Stato ha avuto la conseguenza di impedire il deterioramento del rating di FT al livello di «junk bond», come risulta chiaramente dal comunicato stampa di S & P del 12 luglio 2002, il quale indica che le assicurazioni fornite dallo Stato erano decisive perché il rating di FT non venisse abbassato al livello di «junk bond».

(140) Quanto alla reazione del mercato, l'annuncio del 12 luglio 2002 ha provocato un aumento anomalo e non trascurabile del valore delle azioni e delle obbligazioni FT. È così che il corso dell'azione FT, rispetto a un insieme di indici del settore delle telecomunicazioni rappresentativi del mercato, ha avuto una crescita compresa tra il 37,8 e il 43,8 %. Quanto all'aumento anomalo del corso delle obbligazioni, esso è compreso tra il 3,2 e il 9,7 %. Questa reazione indica che il mercato ha creduto che con questo annuncio lo Stato s'impegnasse a offrire un maggiore sostegno a FT ([45]). Quanto ai commenti degli analisti finanziari, la Deutsche Bank ha ad esempio affermato in una relazione pubblicata il 22 luglio 2002 che il mercato era convinto, alla luce delle dichiarazioni del governo, che quest'ultimo avrebbe sostenuto FT, anche se il mercato si interrogava sulla portata e sulle modalità di tale sostegno ([46]). Allo stesso modo, l'agenzia S & P ha considerato credibili le dichiarazioni del governo, al punto da tenerne conto ai fini del rating dell'impresa. Il 12 luglio S & P, pur abbassando il rating di FT al livello BBB-, lo ha mantenuto nella categoria investimento sicuro con una prospettiva stabile ([47]). Il fatto che il sostegno dello Stato fosse credibile al punto da permettere al rating di FT di rimanere nella categoria investimento sicuro è altresì confermato dalla stessa FT ([48]).

(141) Queste dichiarazioni hanno avuto effetti notevolissimi sul mercato. Uno studio delle osservazioni e dei documenti presentati dalle autorità francesi e dei lavori parlamentari disponibili mostra che le dichiarazioni dello Stato hanno contribuito a ridare fiducia ai mercati finanziari ([49]). Infatti, dopo il comunicato stampa di S & P del 12 luglio 2002, le agenzie di rating hanno tutte sottolineato che il sostegno annunciato dallo Stato a partire dal luglio 2002 è stato determinante ai fini del mantenimento del rating di FT nella categoria investimento sicuro. Ciò ha permesso all'impresa di evitare costi finanziari supplementari ([50]) sui fondi già presi in prestito, a causa delle «step-up clause» ([51]) presenti in alcune emissioni obbligazionarie, e sui fondi da prendere in prestito successivamente. Tra l'altro il mantenimento del rating nella categoria investimento sicuro ha consentito a FT di risanare la propria situazione finanziaria tramite un'operazione di ricapitalizzazione. Infatti, già a settembre 2002, una delle condizioni cui le banche avevano subordinato la loro partecipazione alla ricapitalizzazione era «il mantenimento, quantomeno, del rating attuale […] del debito a lungo termine della società da parte delle agenzie di rating Moody's e Standard & Poor's; tale condizione figurerà anche nel contratto di garanzia e di investimento» ([52]).

([44]) Taluni pensano addirittura che l'impresa non avrebbe neanche potuto trovare le liquidità necessarie sul mercato in caso di abbassamento del rating. Cfr. ad esempio la pag. 9 della relazione di Goldman Sachs del 22 luglio 2002: «Se queste obbligazioni passassero dal grado d'investimento del mercato a reddito fisso al grado speculativo, vale a dire ad alto rendimento, esse inonderebbero l'attuale mercato europeo delle obbligazioni *ad* alto rendimento […] [e] riteniamo che sarebbe difficile per gli investitori europei assorbire la totalità delle obbligazioni France Télécom» (If these bonds moved from the investment grade segment of the fixed income market, to «junk», i.e. high yield, they would swamp the current European high yield market[…] [and] we believe it would be difficult for the existing European investor base alone to absorb all France Telecom bonds).

([45]) Relazione NERA: «I risultati di un event study in cui si analizza l'effetto avuto dall'annuncio del 12 luglio 2002 sui prezzi delle azioni e delle obbligazioni. Lo studio mostra che vi è un forte effetto positivo: a causa della dichiarazione, gli operatori del mercato hanno ritenuto che i cash flow di France Télécom sarebbero stati superiori a quelli altrimenti prevedibili. Inoltre, l'effetto è statisticamente assai significativo: esso non deriva da fluttuazioni casuali dei prezzi … Il mercato ha ritenuto che, in seguito alla dichiarazione, le autorità francesi avrebbero sostenuto France Télécom più di quanto avrebbero fatto in assenza di costi d'inadempienza» (The results of an event study analysing the effect on share and bond prices of the announcement on 12th July 2002. The study shows that there is a strong positive effect: as a result of the statement, market participants believed the cash flows that France Télécom would generate were going to be higher than they would have been otherwise. Moreover the effect is strongly statistically significant: it is not the result of random fluctuations in prices … The market believed that, as a result of the statement, the French Authorities would offer more support to France Télécom than they would do in the absence of any costs of non-performance).

([46]) Relazione della Deutsche Bank del 22 luglio 2002 intitolata «France Télécom/Deutsche Telekom Debt Liquidity and possible solution», pagg. 19-33.

([47]) «Il rating a lungo termine di France Télécom è stato declassato a BBB-». «Non più sotto osservazione, outlook stabile», Teleconf 3:30PM BST Today, Standard & Poor's RatingsDirect (12 luglio 2002).

([48]) Board meeting presentation, France Télécom «État des lieux», dicembre 2002, pag. 36.

([49]) In una lettera distinta, riportata all'inizio del protocollo finanziario firmato dalla banca Morgan Stanley il 12 settembre 2002 e relativa all'impegno di tale banca in merito al previsto aumento di capitale dell'impresa, il rappresentante della banca è chiaro sul punto: «Riteniamo che l'operazione prevista sarebbe difficile nelle condizioni attuali e che una reazione positiva dei mercati alle dichiarazioni e ai comunicati che saranno pubblicati alla fine della settimana sarà uno degli elementi chiave per creare le condizioni necessarie alla realizzazione dell'operazione».

([50]) Cfr. FT form 20-F, marzo 2003, pagg. 15 e 16: «l'abbassamento del rating del debito a lungo termine di un gradino da parte di S & P e di Moody's aumenterebbe automaticamente l'onere degli interessi annuali di circa 75 milioni di EUR» (a decrease of one notch in its long term debt rating by S&P's and Moody's would automatically increase its annual interest expense by approximately EUR 75 million).

([51]) La «*step-up clause*» è una clausola che prevede l'aumento della cedola obbligazionaria e dei tassi d'interesse su linee di credito man mano che il rating peggiora.

([52]) Protocolli di accordo firmati l'11 e il 12 settembre 2002 tra lo Stato e le banche (condizione h).

5.2. **Tuttavia esse non sono indissociabilmente legate alle misure di dicembre 2002**

(142) In base a una valutazione sovrana dei fatti, il Tribunale ha constatato che l'offerta di prestito d'azionista da parte dello Stato a FT era intervenuta soltanto nel mese di dicembre 2002, che il governo francese non aveva assunto alcun impegno fermo nel mese di luglio 2002 e che la decisione di sostenere finanziariamente FT tramite l'offerta di prestito d'azionista era stata adottata non già durante il mese di luglio 2002 bensì all'inizio del mese di dicembre 2002 ([53]).

(143) Inoltre secondo il Tribunale non si può escludere che un investitore privato avrebbe adottato, tra il mese di luglio e il mese di dicembre 2002, un comportamento analogo a quello adottato dallo Stato francese ([54]).

(144) Dalle constatazioni e valutazioni del Tribunale emerge inoltre, ai punti da 249 a 254 della sentenza del 2 luglio 2015 ([55]), un'importante cesura, tra i mesi di luglio e dicembre 2002, nella successione delle misure statali adottate dalla Francia nei confronti di France Télécom.

(145) Inoltre al punto 230 della suddetta sentenza, il Tribunale ha rilevato «una serie di elementi rilevanti che avevano effettivamente determinato la decisione dello Stato francese nel dicembre 2002, ossia, oltre al ripristino della fiducia dei mercati finanziari e la conferma della quotazione della FT, anzitutto, le misure di risanamento e di riequilibrio adottate in seno alla medesima, fra cui il piano Ambition 2005, elaborato dai suoi nuovi dirigenti fra l'ottobre e il dicembre 2002, il quale prevedeva, segnatamente, l'attuazione di un piano di miglioramento dei risultati operativi dell'impresa, detto "piano TOP"». Viene inoltre considerato che costituiscono nella fattispecie «elementi essenziali» di valutazione «l'impegno offerto da un consorzio bancario, nel settembre 2002, di garantire, con riferimento alla quota destinata agli investitori privati, il buon fine di un aumento di capitale della FT, la cessione di attivi non strategici da parte della medesima, fra il luglio e il dicembre 2002, sino alla concorrenza di circa EUR 2,5 miliardi, la nomina, nell'ottobre 2002, di un nuovo gruppo dirigente dell'impresa e la risoluzione, nel novembre 2002, della controversia fra la FT e l'operatore tedesco Mobilcom. Inoltre, l'insieme di questi elementi ha portato ad un netto miglioramento delle prospettive operative e delle prestazioni della FT nel corso del secondo semestre del 2002 […]».

(146) Al punto 143 della sentenza su impugnazione del 30 novembre 2016 ([56]), la Commissione considera che «anticipare al mese di luglio 2002 il momento in cui il criterio dell'investitore privato avveduto doveva essere valutato avrebbe necessariamente portato ad escludere da detta valutazione taluni elementi pertinenti intervenuti tra il mese di luglio 2002 e il mese di dicembre 2002, come constatato a giusto titolo dal Tribunale al punto 230 della sentenza impugnata».

(147) Di conseguenza, tenuto conto delle particolari circostanze della fattispecie, non esiste alcun nesso indissociabile tra le misure adottate dalle autorità francesi prima del dicembre 2002 e le misure adottate dalle stesse nel dicembre 2002. È quindi necessario esaminare se tra il 4 dicembre 2002, data dell'annuncio del prestito d'azionista da parte dello Stato a FT, e il 20 dicembre 2002, data in cui lo Stato ha comunicato a FT un progetto di contratto di prestito d'azionista siglato e firmato, sussistessero gli elementi costitutivi di un aiuto di Stato e, in particolare, se lo Stato si sia allora comportato come avrebbe fatto un investitore privato avveduto in economia di mercato.

5.3. **Le misure adottate dalla Francia nel dicembre 2002 soddisfacevano il criterio dell'investitore privato**

(148) Il prestito d'azionista del dicembre 2002 sembra conferire un vantaggio a FT in quanto le permette di aumentare i suoi mezzi di finanziamento e di rassicurare il mercato quanto alla sua capacità di far fronte alle scadenze. Anche se il contratto di prestito non è mai stato firmato, l'impressione data al mercato che il prestito esistesse era atta a priori ad avvantaggiare FT, perché il mercato ha ritenuto che la situazione finanziaria dell'impresa fosse più solida ([57]). Ciò avrebbe potuto incidere sulle condizioni di prestito di FT. È quindi possibile constatare la presenza di un effetto vantaggioso delle misure adottate dallo Stato a favore di FT nel dicembre 2002.

([53]) Sentenza della Corte di giustizia del 30 novembre 2016, Commissione/Francia, C-486/15 P, ECLI:EU:C:2016:912, punto 142 e punti della sentenza del Tribunale del 2 luglio 2015, Repubblica francese/Commissione europea, T-425/04 RENV e T-444/04 RENV, ECLI:EU:T:2015:450 al quale essa fa riferimento.

([54]) Sentenza della Corte di giustizia del 30 novembre 2016, Commissione/Francia, C-486/15 P, ECLI:EU:C:2016:912, punto 137 e punti della sentenza del Tribunale del 2 luglio 2015, Repubblica francese/Commissione europea, T-425/04 RENV e T-444/04 RENV, ECLI:EU:T:2015:450, punto 247.

([55]) Sentenza del Tribunale del 2 luglio 2015, Repubblica francese/Commissione europea, T-425/04 RENV e T-444/04 RENV, ECLI:EU:T:2015:450.

([56]) Sentenza della Corte di giustizia del 30 novembre 2016, Commissione/Francia, C-486/15 P, ECLI:EU:C:2016:912.

([57]) Cfr. ad esempio: «Moody's prevede adesso che questa linea di credito, insieme con quel che resta della linea di credito consorziale di 15 miliardi di euro e con il cash flow disponibile, permetterà il rimborso del debito di 15 miliardi di euro che scade durante i prossimi 12 mesi» (Moody's now expects that a combination of this facility headroom under the existing EUR 15 billion syndicated facility and the free cash flow will enable debt maturities of EUR 15 billion to be repaid during the next 12 months), Moody's 9 dicembre 2002.

(149) Tuttavia, una misura non è considerata un vantaggio, e quindi non rientra nella nozione di aiuto di Stato, se l'impresa beneficiaria poteva ottenere il medesimo vantaggio, che è stato messo a sua disposizione mediante risorse statali, anche in circostanze corrispondenti alle normali condizioni di mercato; nel caso delle imprese pubbliche, tale valutazione viene effettuata applicando in linea di principio il criterio dell'investitore privato avveduto.

(150) Nella fattispecie, si deve valutare se, in circostanze simili, nel dicembre 2002, un investitore privato di dimensioni paragonabili avrebbe potuto essere indotto ad effettuare conferimenti di capitali di uguale entità, tenuto conto in particolare delle informazioni disponibili e degli sviluppi prevedibili alla data dei detti conferimenti ([58]). Il criterio dell'investitore privato avveduto deve dunque essere applicato collocandosi al momento dell'adozione della misura statale di sostegno finanziario idonea ad essere qualificata come aiuto di Stato ([59]), ovvero tra il 4 dicembre 2002 e il 20 dicembre 2002.

(151) L'annuncio del 4 dicembre 2002 e l'offerta di prestito d'azionista del 20 dicembre 2002 devono infatti essere esaminati congiuntamente ([60]).

(152) Nel dicembre 2002 la fiducia dei mercati finanziari nel futuro di FT appariva ampiamente ripristinata e il rating di FT era confermato, grazie in particolare alle misure di ristrutturazione e di riequilibrio adottate in seno a FT, tra cui la nomina dei nuovi dirigenti e la definizione, da parte di questi ultimi, del piano Ambition 2005 tra ottobre e dicembre 2002, che prevedeva in particolare l'attuazione di un piano per migliorare i risultati operativi dell'impresa, detto «piano TOP».

(153) Nel valutare il prestito d'azionista, è importante stabilire in particolare se la partecipazione al rafforzamento del patrimonio netto soddisfi di per sé le normali condizioni di mercato.

5.3.1. *La partecipazione al rafforzamento del patrimonio netto*

(154) La partecipazione dello Stato francese al rafforzamento del patrimonio netto è stata condizionata alla presentazione al mercato di un piano credibile di ristrutturazione di FT. Il piano Ambition 2005 e il piano TOP costituiscono congiuntamente un programma coerente, completo e razionale, che consente in particolare di generare un cash flow di 15 miliardi di euro attraverso un miglioramento operativo e una cessione di attivi senza incidere sul *core business*.

(155) Il piano TOP costituisce un considerevole sforzo dell'impresa. Si tratta di un piano globale di riorientamento della gestione, fondato su azioni concrete. Le autorità francesi hanno precisato che il piano permetteva l'aumento della redditività dell'impresa con un tasso di utile sul capitale investito (ROI) del 43 % nel 2005, per gli investitori che hanno partecipato all'aumento di capitale nell'aprile 2003, ovvero un rendimento nettamente superiore al ROI di riferimento (11 %) atteso da un investitore privato nel settore delle telecomunicazioni. Il piano TOP prevede inoltre l'ottimizzazione della gestione del personale.

(156) Quanto al rendimento atteso, le autorità francesi hanno precisato che il rispetto del principio dell'investitore privato avveduto è dimostrato anche dalle notevoli prospettive di redditività del piano TOP, confermate dall'accoglienza favorevole che il mercato ha riservato a quest'ultimo. Il corso dell'azione di FT ha cominciato a risalire il 2 ottobre 2002 (progressione di oltre il 10,4 % nella settimana del 2 ottobre) in seguito all'annuncio della nomina del nuovo dirigente; tale progressione si è confermata e amplificata con l'annuncio del piano TOP e del nuovo comitato esecutivo il 5 dicembre 2002, che ha comportato un rialzo di oltre il 25 % in due giorni.

(157) L'aumento di capitale è stato realizzato non appena è stato tecnicamente possibile presentare agli investitori dati attualizzati sulle prospettive operative di FT.

(158) Lo Stato disponeva già dell'impegno, condizionato alla presentazione al mercato di un piano credibile, del consorzio bancario e sin dalla fine di novembre aveva in mano tutti gli elementi per prevedere che questa condizione sarebbe stata soddisfatta, vista la reazione positiva dei mercati dopo la nomina dei nuovi dirigenti. Oltre all'impegno offerto dal consorzio bancario, nel settembre 2002, di garantire, con riferimento alla quota destinata agli investitori privati, il buon fine di un aumento di capitale di FT, è opportuno considerare altri elementi essenziali, come la cessione di attivi non strategici fra il luglio e il dicembre 2002, sino alla concorrenza

([58]) Sentenza del Tribunale del 2 luglio 2015, Repubblica francese/Commissione europea, T-425/04 RENV e T-444/04 RENV, ECLI:EU:T:2015:450, punto 220; sentenza della Corte di giustizia dell'8 maggio 2003, Repubblica italiana e SIM 2 Multimedia SpA/Commissione, C-399/00 e C-328/99, ECLI:EU:C:2003:252, punto 38 e giurisprudenza citata.

([59]) Sentenza del Tribunale del 2 luglio 2015, Repubblica francese/Commissione europea, T-425/04 RENV e T-444/04 RENV, ECLI:EU:T:2015:450, punto 221.

([60]) Sentenza della Corte di giustizia del 19 marzo 2013, *Bouygues* e *Bouygues Télécom*/Commissione e altri e Commissione/Francia e altri, C-399/10 P e C-401/10 P, ECLI:EU:C:2013:175, punti da 127 a 131.

di circa 2,5 miliardi di euro, la nomina, nell'ottobre 2002, di un nuovo gruppo dirigente dell'impresa e la risoluzione, nel novembre 2002, della controversia fra la FT e l'operatore tedesco Mobilcom ([61]). L'insieme di questi elementi ha portato ad un netto miglioramento delle prospettive operative e delle prestazioni di FT nel corso del secondo semestre del 2002.

(159) Nel momento in cui è stata presa la decisione di investire, FT non era un'impresa in difficoltà ai sensi degli orientamenti. Infatti, da un lato, il fatturato dell'impresa era in crescita regolare (aumento del 10 % tra il primo semestre 2001 e il primo semestre 2002) e, dall'altro, il margine lordo di autofinanziamento era ampio e cresceva più rapidamente del fatturato. Le autorità francesi hanno sottolineato che le perdite erano essenzialmente imputabili agli accantonamenti e ammortamenti straordinari connessi al deprezzamento di attivi acquisiti prima dell'inversione di tendenza dei mercati assolutamente imprevedibile. Esse hanno altresì precisato che i costi operativi di FT crescevano meno rapidamente del fatturato e che dunque la redditività dell'impresa aumentava. Per giunta, il risultato e il cash flow operativi erano in aumento (più 15 % per il cash flow rispetto al primo semestre 2001). Tale rendimento è stato confermato dalla pubblicazione del bilancio 2002. FT non era nemmeno in una situazione di cessazione dei pagamenti.

(160) Durante il 2002 FT aveva accesso ai mercati finanziari e tra l'11 luglio 2002 e il 15 gennaio 2003 aveva a disposizione tutti gli strumenti di finanziamento ([62]). Tra l'altro le autorità francesi hanno ricordato che il 14 febbraio 2002 FT aveva negoziato l'apertura di una linea di credito consorziale di 15 miliardi di euro e che durante il 2002 aveva realizzato emissioni obbligazionarie ([63]), di cui 442,2 milioni di EUR costituiti da obbligazioni rimborsabili mediante azioni.

(161) La fiducia dei mercati in un risanamento della situazione finanziaria di FT può anche essere attribuita al fatto che le perdite erano essenzialmente imputabili agli accantonamenti e ammortamenti straordinari connessi al deprezzamento di attivi acquisiti prima dell'inversione di tendenza assolutamente imprevedibile dei mercati e al fatto che i costi operativi di FT crescevano meno rapidamente del fatturato. Il risultato e il cash flow operativi erano peraltro in aumento.

(162) Lo Stato azionista aveva adottato tutte le misure atte a garantire la partecipazione degli azionisti pubblici e privati al rafforzamento del capitale di FT. Infatti, l'annuncio dell'intenzione dello Stato di partecipare al rafforzamento del patrimonio netto risale al 12 settembre 2002 ([64]) e a quella data il consorzio bancario si era già impegnato a garantire, a tempo debito e insieme all'azionista pubblico, il buon fine della parte di un aumento di capitale destinata agli investitori privati, purché fosse annunciato al mercato un piano di riequilibrio giudicato credibile. Secondo le autorità francesi, anche la partecipazione dello Stato era condizionata all'annuncio di un piano giudicato credibile dal mercato e lo Stato non si è impegnato formalmente prima dell'impegno formale delle banche. Le condizioni dell'operazione erano le stesse per gli enti pubblici e per tutti gli operatori privati partecipanti al rafforzamento del patrimonio netto.

(163) Tra l'altro i 15 miliardi di euro degli azionisti rappresentano solo un terzo dei fondi mobilitati a sostegno della ristrutturazione finanziaria di FT.

5.3.2. *L'offerta di prestito d'azionista e il relativo annuncio il 4 dicembre 2002*

(164) Una volta soddisfatta la condizione alla quale era condizionato l'impegno del consorzio bancario, ovvero l'annuncio al mercato di un piano di riequilibrio credibile, il 4 dicembre 2002 lo Stato ha annunciato il prestito d'azionista a FT.

(165) In queste particolari circostanze, per un investitore privato avveduto che si fosse trovato in una situazione la più analoga possibile a quella dello Stato, azionista di maggioranza di FT, sarebbe stato razionale offrire un simile sostegno verbale a quest'ultima. Il prestito concesso dallo Stato, azionista di maggioranza, in vista dell'investimento previsto era nella fattispecie un'operazione redditizia, comune e poco rischiosa - nell'attesa di un aumento di capitale (a parità di condizioni) - per proteggere gli interessi patrimoniali dell'azionista di maggioranza, dal momento che ragioni di calendario rendevano impossibile la ricapitalizzazione di FT nel mese di dicembre.

([61]) Questi elementi sono rilevanti secondo la sentenza del Tribunale del 2 luglio 2015, Repubblica francese/Commissione europea, T-425/04 RENV e T-444/04 RENV, ECLI:EU:T:2015:450, punto 230.

([62]) Le autorità francesi hanno citato, tra l'altro, emissioni obbligazionarie, linee di credito, *commercial paper*, prestiti a breve termine, operazioni di titolarizzazione e prodotti derivati.

([63]) Nel periodo compreso tra il 26 luglio 2002 e la presentazione del piano Ambition 2005, avvenuta il 4 dicembre 2002, FT ha emesso un prestito obbligazionario di 70 milioni di EUR il 26 luglio 2002 e un lotto di 150 milioni di EUR fungibile con il prestito obbligazionario di 3,5 miliardi di euro emesso nel marzo 2001.

([64]) Osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003, pag. 8.

(166) Infatti, come illustrato da FT, il periodo di apertura dei mercati si riduce notevolmente a fine novembre. Gli investitori devono tenere conto della chiusura del bilancio al 31 dicembre e un'operazione di notevole entità è delicata da gestire. Tra l'altro i tempi per convocare un'assemblea generale straordinaria destinata ad autorizzare un aumento di capitale sono di almeno 15 giorni, mentre per realizzare l'operazione occorrono 30 giorni.

(167) Il prestito è temporaneo e serve a preparare l'aumento di capitale che numerosi elementi lasciano intendere che sarà un successo. FT ha fornito diversi esempi, di seguito riportati, di prestiti d'azionista concessi all'epoca dei fatti per sostenere che un prestito dell'azionista di maggioranza, convertito in capitale al momento dell'aumento di capitale, costituisce un'operazione ordinaria.

(168) Il prestito d'azionista di Italenergia Bis a Edison di un miliardo di euro è stato convertito in capitale in occasione di un aumento di capitale di Edison nel 2003.

(169) In vista di una ristrutturazione e della quotazione di Thus alla borsa di Londra, Scottish Power ha concesso un prestito di 320 milioni di sterline inglesi, di cui 260 milioni convertiti in capitale; il saldo non utilizzato è stato annullato.

(170) Nel 2002 America Movil e Bell Canada International hanno partecipato alla ristrutturazione finanziaria della loro controllata comune sud-americana Telecom Americas, insieme a un altro investitore. Sono stati versati 120 milioni di dollari sotto forma di prestito d'azionista, che due anni dopo doveva essere rifinanziato in azioni di Telecom Americas.

(171) In occasione dell'aumento di capitale di Ericsson, l'impegno dell'azionista principale (*Industrivärden* e *Investor*) faceva parte dell'annuncio effettuato dall'impresa nell'aprile 2002, sebbene l'operazione non sia stata autorizzata prima del giugno 2002 e avviata nell'agosto dello stesso anno.

(172) Nel caso dell'aumento di capitale di Fiat nel luglio 2003, l'intenzione degli azionisti di riferimento di sottoscrivere nuove azioni corrispondenti alla quota da essi detenuta è stata pubblicata nel marzo 2003.

(173) Alla luce di questi esempi e della particolare situazione di FT a dicembre 2002, la Commissione non può escludere che nei confronti dell'impresa lo Stato abbia agito nel dicembre 2002 come avrebbe fatto un investitore privato avveduto in economia di mercato, posto in una situazione la più analoga possibile a quella dello Stato in quanto azionista di maggioranza di FT.

5.3.3. *Conclusione*

(174) Alla luce di quanto precede, la misura in esame, ovvero l'annuncio del prestito d'azionista del 4 dicembre 2002, insieme all'offerta di prestito d'azionista del 20 dicembre 2002, soddisfa il criterio dell'investitore privato avveduto in economia di mercato. Di conseguenza tale misura non deve essere intesa come un vantaggio per FT.

5.4. **Altre condizioni di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE**

(175) Secondo una giurisprudenza costante, la qualificazione di «aiuto di Stato» ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE richiede che sussistano tutti i presupposti previsti da tale disposizione ([65]). Poiché FT non ha beneficiato di alcun vantaggio concesso mediante risorse statali ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE, non è più necessario analizzare se siano soddisfatte le altre condizioni necessarie per constatare la presenza di aiuto.

6. **CONCLUSIONE**

(176) La Commissione osserva che il prestito d'azionista concesso dalla Francia a FT nel dicembre 2002, sotto forma di linea di credito di 9 miliardi di euro, non costituisce un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE,

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

Articolo 1

Il prestito d'azionista concesso dalla Francia a France Télécom nel dicembre 2002 sotto forma di linea di credito di 9 miliardi di euro non costituisce un aiuto ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

([65]) Sentenza della Corte di giustizia del 2 settembre 2010, Commissione/*Deutsche Post*, C-399/08 P, ECLI:EU:C:2010:481, punto 38 e giurisprudenza citata.

Articolo 2

La Repubblica francese è destinataria della presente decisione.

Fatto a Bruxelles, il 18 maggio 2018

Per la Commissione
Margrethe VESTAGER
Membro della Commissione