

DECISIONE DELLA COMMISSIONE

del 2 agosto 2004

relativa All'aiuto Di Stato al quale la Francia ha dato esecuzione a favore di France Télécom

[notificata con il numero C(2004) 3060]

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

(Testo rilevante ai fini del SEE)

(2006/621/CE)

LA COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE,

visto il trattato che istituisce la Comunità europea, in particolare l'articolo 88, 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 suddetti articoli⁽¹⁾ e viste le osservazioni trasmesse,

considerando quanto segue:

1. PROCEDIMENTO

(1) Con lettera del 31 gennaio 2003 la Commissione ha comunicato alla Francia la decisione di avviare il procedimento di indagine formale di cui all'articolo 88, paragrafo 2, del trattato (di seguito «decisione di avvio del procedimento») in relazione alle misure finanziarie disposte dalle autorità francesi a favore di France Télécom (di seguito «FT» o «l'impresa») e al regime della tassa professionale applicabile a tale operatore. La descrizione delle circostanze che hanno portato all'avvio di tale procedimento non è riportata nel testo della presente decisione⁽²⁾.

(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 in merito le seguenti osservazioni da parte dei terzi interessati:

- 21 marzo 2003: osservazioni di Cable and Wireless plc e Cable and Wireless SA;
- 11 aprile 2003: osservazioni di Cégétel;

- 10 aprile 2003: osservazioni dell'AFORS Télécom;

- 11 aprile 2003: osservazioni di LDCOM;

- 11 aprile 2003: osservazioni di A⁽⁴⁾;

- 10 aprile 2003: osservazioni di Tiscali;

- 11 aprile 2003: osservazioni di WorldCom France⁽⁵⁾;

- 11 aprile 2003: osservazioni di B⁽⁶⁾;

- 11 aprile 2003: osservazioni di Bouygues SA e Bouygues Télécom⁽⁷⁾ (di seguito «BT»);

- 14 aprile 2003: osservazioni di Telecom Italia;

- 14 aprile 2003: osservazioni di C⁽⁸⁾;

- 29 aprile 2003: osservazioni di B;

- 30 aprile 2003: osservazioni di LDCOM⁽⁹⁾.

(6) Il 16 maggio 2003 la Commissione ha trasmesso tali osservazioni alla Francia offrendole la possibilità di formulare osservazioni, che sono state presentate con lettere rispettivamente del 30 giugno 2003 e del 29 luglio 2003⁽¹⁰⁾.

(7) 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»⁽¹¹⁾. In data 3 luglio 2003 le autorità francesi hanno scritto alla Commissione in merito al suddetto bando di gara. La Commissione ha risposto con lettera del 24 settembre 2003, data in cui il contratto di prestazione di servizi è stato aggiudicato all'agenzia NERA (di seguito «NERA» o «il consulente»). Le autorità francesi sono state informate, via fax, dell'identità dell'esperto in data 8 ottobre 2003.

(8) La Commissione ha ricevuto altre informazioni e documenti da parte dei seguenti terzi interessati:

- 23 giugno 2003: lettera di LDCOM;

- 25 giugno 2003 : lettera di D⁽¹²⁾;

- 27 ottobre 2003: lettera di MCI;

- 16 ottobre 2003: lettera dell'ECTA;
- 25 giugno 2003: lettera di XXX;
- 7 gennaio 2004: lettera di BT;
- 16 gennaio 2004: lettera di BT ⁽¹³⁾;
- 19 marzo 2004: lettera di FT ⁽¹⁴⁾;
- 5 aprile 2004: lettera di Tiscali;
- 17 maggio 2004: lettera di LDCOM;
- 26 maggio 2004: lettera di BT ⁽¹⁵⁾;
- 22 giugno 2004: lettera di FT ⁽¹⁶⁾;
- 30 giugno 2004: fax di FT;
- 2 luglio 2004: fax di FT.

(9) Ulteriori chiarimenti sono stati richiesti dalla Commissione alle autorità francesi con le seguenti lettere:

- 11 settembre 2003 (risposta delle autorità francesi del 20 ottobre 2003);
- 11 novembre 2003 (risposta delle autorità francesi del 4 dicembre 2003);
- 12 gennaio 2004 (risposta delle autorità francesi del 21 gennaio 2004);
- 2 febbraio 2004 (risposta delle autorità francesi del 16 febbraio 2004);
- 1° giugno 2004 (risposta delle autorità francesi in occasione della riunione del 16 giugno 2004).

(10) La Commissione ha inviato alle autorità francesi, in data 3 maggio 2004 e 14 giugno 2004, le lettere di cui al considerando 8 e la relazione dell'agenzia NERA del 28 aprile 2004 (di seguito «relazione NERA»). Tale relazione consta di due parti distinte: i) una relazione giuridica redatta dal professor Berlin e ii) una relazione economica.

(11) La Commissione ha ascoltato i rappresentanti dei terzi interessati durante varie riunioni nel corso del procedimento.

(12) La Commissione e il consulente hanno incontrato le autorità francesi e FT il 22 gennaio 2004 e il 16 e 23 giugno 2004.

(13) Le autorità francesi, con una nota del 14 maggio 2004, confermata in data 3 giugno 2004, hanno sottolineato che la decisione di avvio del procedimento non riguardava tutti i fatti all'esame della Commissione. Le autorità francesi, con una comunicazione per posta elettronica del 9 giugno 2004, confermata con una lettera del 10 giugno 2004, hanno presentato osservazioni sulla relazione NERA, integrate da una lettera del 21 giugno 2004.

2. DESCRIZIONE DI FRANCE TÉLÉCOM

(14) Il presente procedimento riguarda, come emerge dalla decisione di avvio del procedimento, il gruppo FT inteso

come un'unica entità economica. Fin dall'avvio del procedimento, infatti, la Commissione ha sempre fatto riferimento ai conti consolidati dell'impresa. Nell'adottare questa impostazione, la Commissione segue una linea coerente con la realtà economica riflessa dal mercato, che valuta i risultati e la solidità finanziaria di FT in base ai risultati consolidati. Nella decisione di avvio del procedimento, il gruppo FT è stato così descritto:

«FT, che originariamente faceva parte del ministero delle Poste e telecomunicazioni, ha assunto nel 1991 lo status di gestore pubblico dotato di personalità giuridica. Dal 31 dicembre 1996 l'operatore ha lo status di società anonima ed è quotato sul primo mercato di Euronext Paris SA e alla borsa di New York (NYSE) dal mese di ottobre 1997. Nel 2002 la maggioranza del capitale (56,45 %) di FT era detenuta dallo Stato, mentre gli altri titolari del capitale erano il mercato (32,25 %), la società stessa (8,26 %) e i dipendenti dell'impresa (3,04 %) ⁽¹⁷⁾.

FT, operatore e fornitore di reti e servizi di telecomunicazioni, è attiva in Francia e nel mondo, e opera nei seguenti mercati: telefonia fissa, telefonia mobile, Internet e altri servizi di informazione, servizi alle imprese, telediffusione e televisione via cavo. Le attività di FT, a seguito dell'acquisizione di Orange plc e della costituzione di Orange SA come principale società controllata di FT nel settore della telefonia mobile, della sua quotazione in borsa, nonché della quotazione in borsa di Wanadoo SA, sono ormai organizzate in quattro divisioni: i) Orange; ii) Wanadoo; iii) servizi fissi, vocali e dati in Francia; iv) servizi fissi, vocali e dati all'estero, soprattutto attraverso la società controllata Equant.

Alla data del 31 dicembre 2001 FT ha 211 554 dipendenti nel mondo, di cui 146 882 in Francia» ⁽¹⁸⁾.

(15) La descrizione che precede resta valida per il periodo cui si riferisce la presente decisione. Nel corso dello stesso periodo la struttura del gruppo è stata del resto caratterizzata da una «sfrenata politica di costituzione di società controllate attraverso la creazione di quattro società quotate a margine di FT: Orange, Wanadoo, TPSA in Polonia e Equant. Il gruppo ha così assunto una struttura davvero paradossale e squilibrata: l'intero indebitamento risulta a carico della società madre FTSA, mentre la crescita si concentra nelle società controllate...» ⁽¹⁹⁾.

3. CRONOLOGIA DEI FATTI E DESCRIZIONE DELLA SITUAZIONE FINANZIARIA DELL'IMPRESA

3.1. Dati noti nel primo semestre 2002 e avvenimenti dello stesso periodo

(16) La Commissione constata che, 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 e all'inizio 2003, è essenziale prendere cronologicamente in esame i dati disponibili a partire dalla pubblicazione dei risultati dell'esercizio finanziario 2001, per comprendere i fatti su cui la Commissione si è basata nell'analisi del comportamento dello Stato. Occorre tra l'altro ricordare che i risultati finanziari relativi al primo semestre 2002 sono stati resi pubblici soltanto il 13 settembre 2002. Prima di allora gli ultimi risultati finanziari pubblicati da FT erano quelli relativi all'esercizio 2001; alcuni dati complementari erano, tuttavia, disponibili nelle previsioni, nei pareri e nelle raccomandazioni degli analisti finanziari.

da uno squilibrio di bilancio. La natura di questi problemi è emersa già nel primo trimestre 2002 con la pubblicazione del bilancio 2001, che ha evidenziato una crescita dei risultati operativi e una forte generazione di cash flow. La pubblicazione del bilancio ha tuttavia evidenziato anche il forte impatto negativo del passato, che ha azzerato il risultato netto prima degli accantonamenti straordinari, pari a 1,9 miliardi di euro, dando luogo a una perdita di 8,3 miliardi di euro. Gli accantonamenti rettificano il valore dell'attivo di FT a un livello più realistico, ma permane un debito enorme, che ammonta a 63 miliardi di euro. Tale contesto e l'insufficienza del cash flow previsto spiegano questi gravi problemi strutturali; una dimostrazione in tal senso è contenuta nello studio dell'HSBC, presentato da FT (v. sezione 4), che stima in 35 miliardi di euro il fabbisogno di finanziamento per il periodo 2002-2005.

(17) Come emerge dall'analisi che segue, già a giugno 2002 FT era un'impresa caratterizzata da gravi problemi strutturali e

(18) L'indebitamento netto di FT ammontava a 63,5 miliardi di euro al 31 dicembre 2001, come indicato nelle tabelle 1 e 2.

Tabella 1

Indici di indebitamento (rapporti di leverage)

	1999	2000	2001
Indice di indebitamento ⁽¹⁾	0,78	0,89	0,92
Debito/capitale sociale ⁽²⁾	3,61	8,25	12,16
Indice di copertura degli interessi passivi (<i>Times interest earned</i>) ⁽³⁾	14,52	5,39	3,2

Fonte: NERA

⁽¹⁾ L'agenzia NERA scrive: «L'indice di indebitamento è dato dal rapporto tra le passività a lungo termine e il totale del capitale permanente (passività e capitale netto)» [The debt ratio is defined as the ratio of long term debt to total long term capital (debt and equity)].

⁽²⁾ L'agenzia NERA scrive: «Il rapporto indebitamento/patrimonio netto è calcolato come rapporto tra indebitamento a lungo termine e patrimonio netto» (The debt-equity ratio is calculated as the ratio of long-term debt to equity).

⁽³⁾ Lo studio NERA scrive: «Il "times-interest-earned ratio" o "interest cover" indica in quale misura gli interessi siano coperti dagli utili al lordo degli interessi e delle imposte (EBIT) più ammortamenti. Questo indice mostra il livello di adeguatezza del cash flow generato dall'impresa e di conseguenza la sua capacità di far fronte al pagamento degli interessi» [The «times-interest-earned ratio» or interest cover measures the extent to which interest is covered by earnings before interest and taxes (EBIT) plus depreciation. The measure gives a level of the adequacy of cash flow generation and the consequent comfort a company enjoys in meeting its interest payments].

Tabella 2

Obbligazioni a scadenza tra il terzo trimestre (T3) del 2002 e il quarto trimestre del 2003

	2002		2003				Totale 2003
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
Importo in miliardi di euro ⁽¹⁾	3,89	3,61	8,86	4,08	4,09	2,23	19,26

Fonte: NERA

⁽¹⁾ L'agenzia NERA scrive: «I calcoli si fondano sui dati forniti da FT. I valori comprendono gli interessi e il capitale relativi ai prestiti obbligazionari e ai commercial paper (gli interessi sui commercial paper sono stati contabilizzati solo per il periodo compreso tra il 25 luglio 2002 e il 31 dicembre 2003, data la mancanza di dati relativa ai periodi precedenti)» [Calculations based on data supplied by France Telecom. Figures include bond and commercial paper interest and principal (interest on commercial paper was computed from 25 July 2002 to 31 December 2003 due to data unavailability for previous dates)].

(19) In relazione a questi dati, la Commissione constata che in data 21 marzo 2002 FT, vista la mole del proprio indebitamento, ha dovuto annunciare non solo un'importante operazione di pulizia del bilancio attraverso accantonamenti contabili e cessioni per un importo complessivo di 27,2 miliardi di euro (cessioni per 17 miliardi di euro e accantonamenti straordinari per 10,2 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.

3.1.1. Peggioramento del rating di FT

(20) Nel corso del primo semestre 2002 la situazione di FT è rapidamente peggiorata, come indicato da ripetuti abbassamenti (*downgrade*) del rating dell'impresa. Il 27 marzo 2002 l'agenzia di rating Moody's ha annunciato un declassamento del rating di FT ⁽²⁰⁾ · ⁽²¹⁾.

(21) Il 28 marzo 2002 Standard & Poor's («S & P») ha confermato il rating di FT, ma ne ha rivisto in negativo l'outlook ⁽²²⁾ in base a notizie riguardanti Mobilcom.

(22) 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 ⁽²³⁾.

(23) Il 14 maggio 2002 Standard & Poor's ha confermato il rating assegnato a FT ⁽²⁴⁾.

(24) Il 24 giugno 2002 Moody's ha declassato il rating di FT ed è stato confermato l'outlook negativo del rating dell'impresa ⁽²⁵⁾. La decisione di Moody's era quindi motivata, all'epoca, dal fatto che l'agenzia di rating non riteneva che FT e Orange fossero nelle condizioni di generare un cash flow sufficiente ai fini della riduzione del debito consolidato del gruppo. Del resto Moody's, pur non avanzando dubbi circa una possibile crisi immediata di liquidità dell'impresa, rilevava che le scadenze debitorie cui FT doveva far fronte nel 2003 ammontavano complessivamente 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 ⁽²⁶⁾ motivando la propria decisione con le difficoltà legate a Mobilcom e con l'incapacità dell'impresa di procedere, in tempi abbastanza rapidi, ad una sufficiente riduzione del debito. Anche l'agenzia S & P cita il consistente fabbisogno finanziario di FT, facendo anch'essa riferimento ai 15 miliardi di euro di debito in scadenza nel 2003.

(26) Nei giorni seguenti questa tendenza negativa è stata più volte confermata ⁽²⁷⁾. 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. Il peggioramento del rating di FT ha rivelato chiaramente i problemi di indebitamento dell'impresa ⁽²⁸⁾, resi più gravi dall'incertezza in merito alla situazione di Mobilcom.

(27) La tabella 3 sintetizza le diverse posizioni di S & P, Moody's e Fitch in merito al rating di FT.

Tabella 3

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

3.1.2. Analisi dei «credit spread»

(28) È d'altronde importante esaminare l'andamento degli spread sui mercati finanziari. Gli spread sul debito di una società riflettono la valutazione operata dai mercati circa il rischio

connesso alla capacità della società medesima di rispettare le proprie obbligazioni relative al pagamento degli interessi e al rimborso del debito a scadenza. Gli spread influenzano il *pricing* delle obbligazioni da parte del mercato come pure

il tasso di interesse applicabile all'emissione di nuove obbligazioni. L'allargamento degli spread testimonia un aumento del rischio attribuito all'emittente e/o all'obbligazione. La Commissione ha analizzato gli spread di FT per il periodo relativo all'esercizio finanziario 2002 e ha constatato che all'inizio di luglio il rischio veniva considerato relativamente elevato.

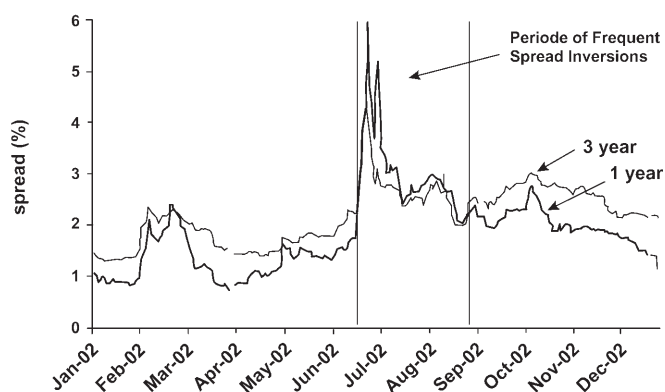
- (29) Di norma gli spread relativi al debito a lungo termine sono maggiori di quelli relativi al debito a breve termine. Ciò è attribuibile a una pluralità di fattori: la mancanza di visibilità, l'incertezza circa le prospettive future, i parametri macroeconomici, l'andamento dei tassi di interesse.

Tuttavia, l'esame della tabella 3 mostra chiaramente che i problemi di FT hanno riguardato soprattutto l'indebitamento a breve termine. Lo studio degli spread di FT ha quindi dimostrato che i rischi a breve termine erano maggiori rispetto a quelli a medio e lungo termine; si tratta di un fenomeno denominato «inversione degli spread» (*spread inversion*). Nel periodo compreso tra luglio e settembre 2002 queste inversioni hanno presentato una frequenza particolarmente evidente e in coincidenza di tali inversioni il debito in scadenza entro un anno è stato considerato come più rischioso del debito in scadenza entro tre anni.

- (30) La tabella 4 contiene una rappresentazione grafica dell'andamento degli spread di FT.

Tabella 4

Credit spread del debito di France Télécom in scadenza entro un anno ed entro 3 anni

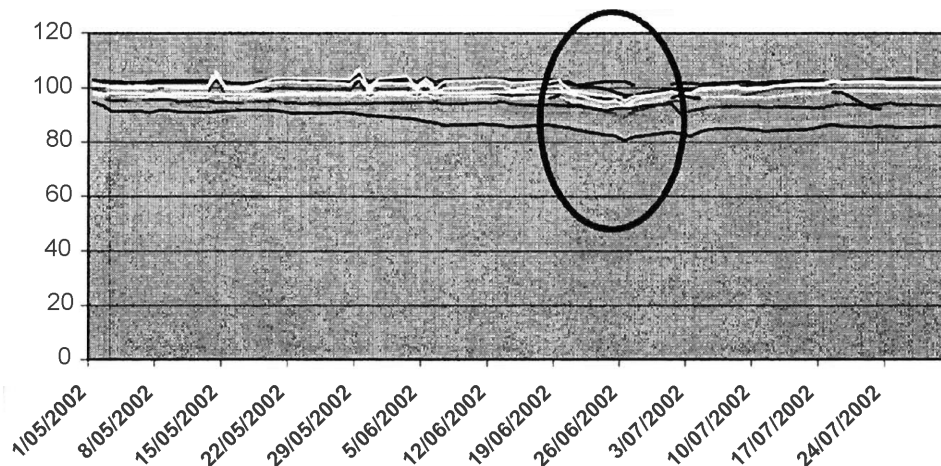


Fonte: Bloomberg

- (31) L'aumento del rischio associato al debito di FT può essere esaminato da una diversa angolazione attraverso lo studio del prezzo delle obbligazioni. La tabella 5 mostra una categoria di obbligazioni di FT. Il crollo del prezzo delle obbligazioni nel periodo giugno/luglio 2002 non è che l'immagine riflessa dell'aumento dei credit spread: riflette il minor valore del debito di FT attribuibile a un aumento del rischio di insolvenza (*default*) percepito dal mercato.

Tabella 5

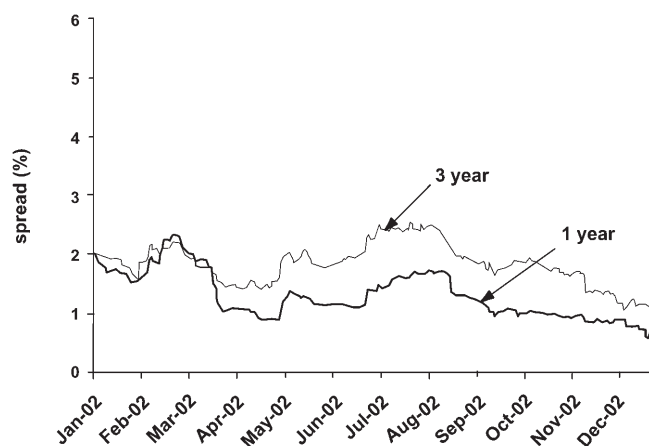
Prezzi delle obbligazioni di FT nel periodo compreso tra maggio 2002 e il 24 luglio 2002



Fonte: Bloomberg

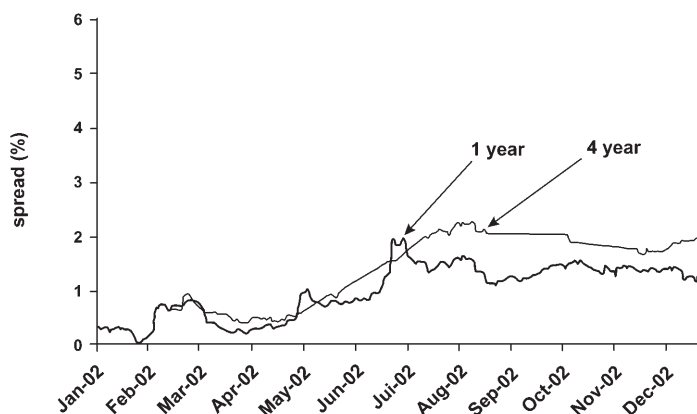
- (32) Inoltre, nonostante le difficoltà incontrate da alcuni altri operatori del settore delle telecomunicazioni in Europa, è di tutta evidenza che la difficile situazione che FT doveva affrontare era la conseguenza diretta della condizione del suo bilancio e della sua struttura finanziaria.
- (33) Questa valutazione emerge con chiarezza in uno studio degli spread di Deutsche Telekom e di KPN, come visualizzato nelle tabelle 6 e 7.

Tabella 6

Credit spread del debito di KPN in scadenza entro un anno e entro 3 anni


Fonte: Bloomberg

Tabella 7

Credit spread del debito di Deutsche Telekom in scadenza entro un anno e entro 4 anni


Fonte: Bloomberg

- (34) Questo studio rivela che anche Deutsche Telekom ha conosciuto «inversioni degli spread», tuttavia di modesta durata e di portata nettamente più contenuta. I livelli di spread raggiunti da FT nel periodo giugno/luglio 2002 erano di gran lunga superiori.

3.1.3. L'andamento dell'azione FT

- (35) Il corso dell'azione FT ha parallelamente conosciuto un significativo deprezzamento nel corso del primo semestre del 2002, registrando una quotazione minima (7,79 euro) dapprima il 27 giugno 2002 e successivamente il 30 settembre 2002 (6,01 euro), come evidenziato nella tabella 8.

Tabella 8

Andamento dell'azione FT



Fonte: Bloomberg

3.1.4. I fatti avvenuti nel luglio 2002

- (36) In un'intervista pubblicata dal quotidiano «Les Echos» il 12 luglio 2002, il ministro francese dell'Economia, delle finanze e dell'industria (di seguito «ministro dell'Economia e dell'industria») ha dichiarato: «Lo Stato azionista si comporterà da investitore avveduto e, se France Télécom dovesse avere difficoltà, adotteremo le disposizioni appropriate ... Ribadisco che se France Télécom avesse problemi di finanziamento, che attualmente non esistono, lo Stato adotterebbe le decisioni necessarie per superarli»⁽²⁹⁾.
- (37) Come già in precedenza ricordato, S & P ha quello stesso giorno declassato il rating di FT al livello BBB-. Questo declassamento del rating è stato operato comunque all'interno della «categoria investimento»: ogni ulteriore declassamento avrebbe comportato una classificazione del debito dell'impresa a livello di «junk bond», ovvero al di fuori della categoria investimento. In un relazione del 22 luglio 2002, Goldman Sachs ha posto l'accento sul fatto che FT abbia conservato un rating nella categoria investimento (*investment grade*), precisando che l'impresa stava per essere declassata a livello di «junk bond» da S & P e Moody's⁽³⁰⁾.
- (38) In un comunicato stampa del 12 luglio 2002 S & P precisa che il motivo che l'aveva indotta a mantenere FT nella «categoria investimento» 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 da un lato fornita 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-⁽³¹⁾» (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-); analoga assicurazione era stata, d'altronde, data pubblicamente nell'intervista citata al considerando 36.

- (39) Alla luce di quanto sopra esposto emerge indiscutibilmente 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. L'impresa doveva quindi far fronte a un grave problema di finanziamento connesso al proprio indebitamento⁽³²⁾. Le agenzie di rating avevano tuttavia mantenuto il rating dell'impresa nella categoria investimento 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. «È dunque in prospettiva, nel giugno 2003, che i problemi di finanziamento di FT potrebbero diventare critici o addirittura irrisolvibili (secondo l'espressione utilizzata dall'ex-presidente del gruppo Michel Bon). Se entro allora France Télécom non avrà ritrovato accesso al mercato (e ciò a causa di un rating penalizzante), lo Stato dovrà trovare strumenti in grado di aiutare France Télécom a rifinanziarsi⁽³³⁾».

3.2. Dati pubblicati successivamente al 13 settembre 2002 e fatti avvenuti in tale periodo

3.2.1. Dati pubblicati alla data del 13 settembre 2002

(40) La conclusione di cui al considerando 39 è stata confermata a posteriori a settembre 2002 all'atto della presentazione del bilancio semestrale di FT. Nell'esaminare il bilancio semestrale pubblicato il 13 settembre 2002, la Commissione rileva il miglioramento dei dati di FT nel 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 %. La Commissione constata altresì la crescita sostenuta del settore 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 in quello stesso periodo rappresentava il 31 % del fatturato.

(41) 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, alla data del 30 giugno 2002 il patrimonio netto consolidato di FT è diventato negativo per 440 milioni di euro a fronte di un saldo originariamente positivo.

(42) Da un'analisi semplificata del cash flow al 30 giugno 2002 emerge che nel corso del 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 euro);
- investimenti (3 820 milioni di euro);
- riacquisto di azioni FT da VODAFONE (4 973 milioni di euro);
- riacquisto di azioni Orange da E.On (950 milioni di euro);
- pagamento di imposte (608 milioni di euro).

(43) Nell'indebitamento netto, pari complessivamente a 69,69 miliardi di euro al 30 giugno 2002, prevale la componente obbligazionaria con un dato di 50,6 miliardi di euro. La tabella 9 mostra le diverse componenti del debito, suddivise per grandi categorie.

Tabella 9

<i>miliardi di euro</i>	
30 giugno 2002	
Prestiti in obbligazioni indirette (<i>exchangeable</i>) o convertibili	10,75
Prestiti obbligazionari	39,85
Ricorso al leasing	0,42
Prestiti bancari	6,62
Altri prestiti non bancari	0,72
Prelievi su linee di credito consorziale di 15 miliardi di euro	8,15
Prelievi su linee di credito consorziale di 1,4 miliardi di dollari USA	1,48
Altri scoperti bancari e altri prestiti a breve termine	4,14
Debito lordo complessivo	72,13
Investimenti mobiliari	(0,15)
Attivo di cassa	(2,29)
Indebitamento netto	69,69

Fonte: bilancio consolidato di France Télécom relativo al semestre conclusosi il 30 giugno 2002

(44) Ciò che caratterizza il rimborso di questo debito è la scadenza a breve termine: nel 2003 giungono infatti a scadenza debiti per 12,9 miliardi di euro, costituiti per 10,5 miliardi di euro da prestiti obbligazionari⁽³⁴⁾, per 1,0 miliardi di euro da prestiti a società controllate e per 1,4 miliardi di euro da collocamenti privati.

(45) Nel primo semestre 2004 sono giunti a scadenza prestiti obbligazionari per un importo di 5,5 miliardi di euro e altri 6,4 miliardi di euro su linee di credito (1,4 miliardi di euro, oltre a 5 miliardi di euro sulla linea di credito di 15 miliardi di euro), per un totale di 11,9 miliardi di euro. Nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2003 e il 30 giugno 2004 FT ha dovuto far fronte a scadenze debitorie per 24,8 miliardi di euro.

(46) Nel secondo semestre 2004, giungeranno a scadenza prestiti obbligazionari per un importo di 2,8 miliardi di euro e prestiti alle società controllate per 2,6 miliardi di euro, la cui somma è pari a 5,4 miliardi di euro. L'importo complessivo relativo al 2004 ammonta a 17,4 miliardi di euro.

(47) Nel 2005 giungeranno infine a scadenza prestiti obbligazionari per un importo di 8,5 miliardi di euro, come pure 10 miliardi di euro relativi al saldo della linea di credito di 15 miliardi di euro e 0,1 miliardi di euro relativi a collocamenti privati, per un importo totale pari a 18,6 miliardi di euro nel 2005.

(48) Nel periodo 2003-2005 il debito esigibile che FT dovrà rimborsare ammonta complessivamente a 48,9 miliardi di euro.

- (49) La Commissione sottolinea, come già evidenziato nella decisione di avvio del procedimento, che la causa del debito di FT risiede principalmente nelle massicce acquisizioni effettuate dall'impresa a partire dal 1999⁽³⁵⁾ e di norma finanziate in contanti⁽³⁶⁾. Per la propria politica di sviluppo FT ha quindi speso in totale 100 miliardi di euro, l'80 % dei quali in contanti⁽³⁷⁾.
- (50) La Commissione sottolinea peraltro che lo sviluppo esterno dell'impresa è avvenuto soprattutto nel settore della telefonia mobile⁽³⁸⁾ (il riferimento è in particolare all'acquisizione di Orange plc⁽³⁹⁾, che è stata la più onerosa, e all'operazione Mobilcom⁽⁴⁰⁾); non vanno però dimenticate le altre operazioni relative alla telefonia fissa (ad esempio TPSA⁽⁴¹⁾, ad Internet (Freeserver) e al settore via cavo (NTL)⁽⁴²⁾.

3.2.2. Settembre 2002

- (51) Il 12 settembre 2002 il governo ha comunicato pubblicamente l'accettazione delle dimissioni di Michel Bon, amministratore delegato di FT, senza tuttavia annunciare la nomina del suo successore⁽⁴³⁾. 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. Si tratta di una situazione finanziaria che mina le potenzialità dell'impresa. Il governo è quindi deciso a esercitare appieno le proprie responsabilità... Michel Bon, preso atto del nuovo quadro venutosi a creare a causa del grave deterioramento della situazione di bilancio, ha presentato le dimissioni, che sono state accettate dal governo. Le dimissioni avranno effetto dalla riunione del consiglio di amministrazione che si terrà nelle prossime settimane e nel corso della quale verrà presentato un nuovo presidente... Il nuovo presidente proporrà in tempi rapidissimi 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»⁽⁴⁴⁾.

- (52) 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⁽⁴⁵⁾.

3.2.3. Ottobre 2002

- (53) Il 2 ottobre 2002 il governo ha nominato Thierry Breton amministratore delegato di FT e ne ha dato notizia in un comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze. Nello stesso comunicato il governo ha ribadito il

proprio impegno: «Su proposta del consiglio di amministrazione della società, il Consiglio dei ministri ha deciso di nominare Thierry Breton presidente di France Télécom ... A tal fine il nuovo presidente avvierà immediatamente una ricognizione delle condizioni dell'impresa, i cui risultati verranno comunicati nel corso delle prossime settimane 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»⁽⁴⁶⁾.

3.2.4. Dicembre 2002 — gennaio 2003

- (54) Il 4 dicembre 2002, in occasione della riunione del consiglio di amministrazione dell'impresa, i nuovi dirigenti di FT hanno presentato un piano di azione denominato «Ambition FT 2005»⁽⁴⁷⁾ (di seguito «il piano Ambition 2005») finalizzato, secondo le autorità francesi⁽⁴⁸⁾, a garantire un consistente miglioramento dei risultati operativi dell'impresa e prospettive di redditività soddisfacente del patrimonio netto investito. Gli obiettivi a medio termine dell'impresa erano pertanto duplici: i) rispondere al fabbisogno di finanziamento di FT, e ii) realizzare una riduzione del debito netto e una ricostituzione del patrimonio netto, condizione sine qua non per il recupero nel tempo dell'affidabilità creditizia dell'impresa sul mercato borsistico. La relazione dell'HSBC precisa: «Nell'ipotesi di un business plan che tenga conto del miglioramento delle performance operative previsto dal programma TOP, riteniamo che FT abbia un fabbisogno di rifinanziamento di circa 22 miliardi di euro nel periodo 2002-2007 ... [Invece], nell'ipotesi di un business plan che non tenga conto del miglioramento delle performance operative previsto dal programma TOP, riteniamo che FT abbia un fabbisogno di rifinanziamento di circa 35 miliardi di euro nel periodo 2002-2007.»
- (55) Gli elementi essenziali del citato piano e le misure che le autorità francesi intendevano adottare nei confronti di FT sono state notificati alla Commissione con lettera del 3 dicembre 2002 e con lettere del 14 e 15 gennaio 2003 sono state presentate informazioni complementari. Il piano Ambition 2005 nelle sue varie componenti (operativa, di rinegoziazione del debito e di rafforzamento del patrimonio netto) e altre misure previste dalle autorità francesi sono presentati in modo particolareggiato nella decisione di avvio del procedimento e la loro descrizione non viene ripetuta nella presente decisione.

(56) La presentazione del piano *Ambition 2005* è stata accompagnata da un comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze, nel quale il governo ha confermato il proprio sostegno al piano in esame, il proprio 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 del comunicato stampa che interessano ai fini della presente decisione 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. Il governo auspica che questa operazione si svolga tenendo nella massima considerazione la situazione degli azionisti individuali e dei dipendenti azionisti dell'impresa. 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 France Télécom 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 dell'impresa»⁽⁴⁹⁾.

(57) 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 importo complessivo 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, con un costo *all-in* della tranche a tasso fisso del 7,165 % per FT. Il secondo prestito obbligazionario è stato collocato sul mercato della sterlina inglese (GBP): si tratta di un prestito di 250 milioni di sterline inglesi, tasso fisso dell'8 % e durata 15 anni, ovvero LIBOR + 330 pb⁽⁵⁰⁾. Altre emissioni sono state effettuate il 15 gennaio 2003 per un importo complessivo di 5,5 miliardi di euro⁽⁵¹⁾. Si tratta di un prestito obbligazionario in tre tranche (1 miliardo di

euro, tasso fisso del 6 %, scadenza 4,7 anni; 3,5 miliardi di euro, tasso fisso del 7,5 %, scadenza 10 anni; 1 miliardo di euro, tasso fisso dell'8,125 %, scadenza 30 anni). Il 10 febbraio 2003, è stata rinnovata la parte del credito consorziale di 15 miliardi di euro in scadenza, per un importo di circa 5 miliardi di euro su 3 anni al tasso EURIBOR + 125 pb.

(58) 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»⁽⁵²⁾, 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 per 15 miliardi di euro⁽⁵³⁾.

3.2.5. Febbraio — marzo 2003

(59) 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.

(60) 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. Il 14 aprile 2003 lo Stato deteneva il 58,9 % del capitale di FT, 28,6 % del quale tramite l'ERAP.

(61) La Commissione constata che l'aumento di capitale ha ampiamente soddisfatto il fabbisogno strutturale di finanziamento di FT. A seguito di tale operazione il rating di FT ha pertanto cominciato 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. La Commissione sottolinea a tale proposito che da quel momento le agenzie di rating non hanno più considerato il sostegno dello Stato come un elemento fondamentale ai fini della determinazione del rating dell'impresa⁽⁵⁴⁾.

4. OSSERVAZIONI DEI TERZI INTERESSATI

(62) Alla Commissione sono pervenute osservazioni da varie parti interessate. Questa sezione raccoglie i punti salienti di queste osservazioni.

4.1. Osservazioni di Telecom Italia

(63) Telecom Italia sottolinea che qualsiasi misura di aiuto a favore di FT può incidere sulla concorrenza sui mercati delle telecomunicazioni, soprattutto sul mercato francese. È quindi essenziale che le misure delle autorità francesi siano accompagnate da contropartite volte a mitigarne gli effetti sulla concorrenza. In questo quadro, sarebbe particolarmente opportuna l'adozione di misure di regolamentazione che agevolino e accelerino l'ingresso di nuovi operatori e l'utilizzo — da parte di questi ultimi — delle infrastrutture di FT, soprattutto per quanto concerne l'accesso alla rete locale (*local loop*) e i tempi per la conclusione degli accordi di interconnessione e di *provisioning*.

4.2. Osservazioni di WorldCom

(64) WorldCom ha precisato di condividere l'analisi elaborata dalla Commissione nella decisione di avvio del procedimento. Ha soprattutto sottolineato che l'aiuto concesso dallo Stato a FT aveva consentito a quest'ultima di ottenere la liquidità necessaria al rimborso del debito senza dover cedere attività strategiche. WorldCom precisa inoltre che il sostegno dello Stato ha consentito a FT di garantire la continuità della propria strategia industriale, ovvero la creazione di una serie di operatori di reti e servizi di telecomunicazione tra loro verticalmente integrati. Conclude che questa strategia industriale comporta pratiche contrarie alla concorrenza, come ad esempio le sovvenzioni incrociate e il *price squeeze* (compressione del margine) tra il prezzo proposto da FT al cliente finale e il prezzo di accesso proposto ai concorrenti dell'operatore storico, nonché la possibilità di praticare offerte personalizzate in grado di battere qualsiasi concorrenza in occasione dell'aggiudicazione di appalti pubblici (ne sono un esempio le gare d'appalto «Sipperec» e «Assistance publique/Hôpitaux de Paris»).

(65) Per ridurre le distorsioni della concorrenza provocate dagli aiuti concessi a FT, WorldCom ha proposto contropartite di carattere strutturale, in particolare la cessione di attività quali Global One/Equant, Orange, Wanadoo/Oléane e/o della rete locale in Francia, oppure anche un'effettiva e trasparente separazione strutturale tra FT e le sue attività commerciali. Come contropartite di carattere comportamentale, WorldCom cita l'auspicabile separazione contabile tra le attività commerciali e non commerciali di FT, la pubblicazione integrale della contabilità di FT e un controllo delle tariffe.

4.3. Osservazioni di C

(66) C ha presentato le seguenti osservazioni:

- a) 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⁽⁵⁵⁾ (di seguito «orientamenti»), la concessione di fondi pubblici a un'impresa in difficoltà finanziarie fa presumere l'esistenza di elementi di aiuto. C precisa 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, C sottolinea il mancato rispetto del principio dell'investitore avveduto: ciò soprattutto a causa del tasso di interesse proposto e dell'ammontare della «*commitment fee*» (commissione di impegno). C pone inoltre l'accento sul mancato rispetto del principio di concomitanza giacché le autorità francesi hanno concesso la linea di credito e annunciato la partecipazione alla ricapitalizzazione prima dell'annuncio del piano Ambition 2005 e prima dell'impegno definitivo degli investitori.

Dato che i concorrenti di FT non sono nelle condizioni di raccogliere capitali così consistenti e a tali condizioni, FT ha beneficiato di un vantaggio che non avrebbe ottenuto a condizioni di mercato;

- b) le misure di cui trattasi non possono essere considerate compatibili ai sensi degli orientamenti. In via subordinata, C precisa che l'aiuto concesso dovrebbe limitarsi rigorosamente a quanto necessario a garantire la vitalità di FT e non deve contribuire a finanziare l'espansione aggressiva di FT. C aggiunge che la privatizzazione di FT assicurerebbe il rispetto del principio dell'aiuto «una tantum», applicabile agli aiuti alla ristrutturazione. C ha in particolare segnalato alla Commissione le distorsioni della concorrenza che le misure di aiuto hanno provocato sul mercato tedesco delle telecomunicazioni e ha proposto, in base alle contropartite previste dagli orientamenti, la cessione totale o parziale di Orange, società controllata di FT.

4.4. Osservazioni di A

(67) Come già evidenziato nella decisione di avvio del procedimento, A fa rilevare che costituiscono misure non conformi al principio dell'investitore privato avveduto e contengono elementi di aiuto l'intendimento dello Stato di ristabilire la solidità finanziaria di FT mediante la concessione di un prestito d'azionista di 9 miliardi di euro e la concessione a FT di una garanzia «*immateriale*» volta a rendere più sicure le sue emissioni obbligazionarie. A ha aggiunto che elementi di aiuto sono contenuti nella politica di FT relativa alle royalty dovute per i suoi brevetti.

4.5. Osservazioni di Bouygues e Bouygues Télécom

(68) Bouygues e Bouygues Télécom hanno formulato le seguenti osservazioni.

- a) BT fa presente che l'indeffettibile e irrevocabile sostegno dello Stato costituisce il fondamento del piano di ricapitalizzazione di FT, che ha determinato il risanamento dell'impresa. Secondo BT, vista la difficile situazione finanziaria dell'impresa, solo lo Stato poteva pertanto ristabilire la fiducia dei mercati e avviare un circolo virtuoso che consentisse all'impresa di rispettare i propri impegni a breve e varare una vasta ricapitalizzazione in condizioni economiche favorevoli. Secondo BT, le misure di seguito elencate soddisfano le condizioni di cui all'articolo 87, paragrafo 1, del trattato e costituiscono pertanto aiuti pubblici:
- i) 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;
- ii) il prestito d'azionista e l'operazione di rafforzamento del patrimonio netto impegnano risorse pubbliche;

- iii) le misure in esame concedono a France Télécom vantaggi che non avrebbe ottenuto in normali condizioni di mercato;
- iv) le misure di cui trattasi non rispettano il principio dell'investitore privato avveduto operante in condizioni di mercato;
- v) le misure in questione incidono sulla concorrenza;
- vi) le misure in esame incidono sugli scambi intracomunitari.
- b) Le misure di cui trattasi non possono essere considerate compatibili ai sensi degli orientamenti.
- (69) BT ha sottolineato, a titolo preliminare, che la politica di espansione nel settore della telefonia mobile, condotta nel corso del 2000 sotto l'impulso dello Stato, ha comportato il deterioramento della situazione finanziaria ed economica dell'operatore — deterioramento che un primo piano di risparmi non è riuscito ad arginare.
- (70) Per quanto concerne le dichiarazioni del ministro dell'Economia e delle finanze, l'indefettibile e reiterato sostegno dello Stato, espresso attraverso una serie di annunci nel periodo dal 12 luglio 2002 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 quota di capitale dell'impresa da esso detenuta, rappresenta un impegno inderogabile, da parte dello Stato, di sopperire con ogni mezzo ad 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. BT aggiunge che la garanzia statale è illimitata nel tempo e in termini di importo.
- (71) BT cita a questo proposito la decisione *Crédit Foncier de France* (CFF) ⁽⁵⁶⁾, nella quale la Commissione ha ritenuto che le dichiarazioni pubbliche del governo avessero l'obiettivo e l'effetto quello di fornire ai creditori della banca assicurazioni sulla qualità dei crediti da esse vantati e non potessero essere considerate, diversamente da quanto sostenuto dalle autorità francesi, alla stregua di un impegno politico e non giuridico. BT precisa quindi che in quel caso le dichiarazioni di sostegno avevano avuto l'effetto di fornire assicurazioni ai creditori di CFF, che non avevano a quel punto richiesto il rimborso immediato dei loro crediti, nonché l'effetto di evitare l'utilizzo da parte di CFF della linea di credito aperta a suo favore dallo Stato e quello di consentire a quest'ultimo di sviluppare e attuare un piano di ristrutturazione.
- (72) BT rileva, ad abundantiam, che l'impostazione adottata dal diritto comunitario trova conferma nell'analisi del diritto interno. Nel diritto commerciale francese in particolare, siffatte dichiarazioni di sostegno sono riconducibili a lettere di intenti che i tribunali assimilano a vere e proprie garanzie, come dimostrato dalla giurisprudenza recente ⁽⁵⁷⁾.
- BT aggiunge che la Cour de cassation francese, pur non avendo ancora adottato una posizione di principio sul valore generale dell'impegno unilaterale come fonte di obbligazione, ne riconosce caso per caso il valore.
- (73) Nel quadro delle sue osservazioni, BT si è rivolta a un esperto ⁽⁵⁸⁾, 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 valutato 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 sufficiente infatti che l'amministrazione si sia comportata in modo tale da ingenerare il convincimento che essa si comporterà in un dato modo. Poco importa quindi che la promessa sia scritta o orale o possa semplicemente essere desunta dal comportamento dell'amministrazione: la sola condizione posta dal giudice amministrativo è che la promessa sia definitiva e precisa o sufficientemente incentivante.
- (74) L'esperto cui BT si è rivolta precisa che nel caso di specie le dichiarazioni del ministro dell'Economia e delle finanze soddisfano tutti i criteri previsti perché si configuri un impegno dello Stato. In ogni sua dichiarazione il ministro manifesta infatti la volontà di fornire a FT un sostegno incondizionato, secondo modalità che sono per di più esplicitamente precisate: il rafforzamento del patrimonio netto, l'adozione di misure in grado di evitare all'impresa qualsiasi problema di finanziamento, il ricorso all'ERAP quale soggetto cui trasferire l'intera partecipazione dello Stato. Tali dichiarazioni, essendo definitive, precise e formulate senza riserve, si configurano come impegni dello Stato. Inoltre queste dichiarazioni non possono costituire semplici dichiarazioni di intenti, considerato che il ministro si è preoccupato di farle pubblicare.
- (75) Il suddetto esperto sottolinea che queste promesse, nel momento in cui si configurano come impegno dello Stato, hanno per loro stessa natura valore giuridico e sono tali da impegnare la responsabilità dello Stato nei confronti di FT, dei suoi creditori o dei suoi dipendenti, indipendentemente dalla loro legittimità.
- (76) BT fa notare che a partire dal 12 luglio 2002 le dichiarazioni del governo francese sono «atti amministrativi» che vincolano lo Stato e sono idonei a impegnarne la responsabilità dinanzi ai tribunali amministrativi. Il giudice amministrativo valuta ogni comportamento dell'amministrazione attraverso gli atti che ne conseguono, indipendentemente dalla loro forma e dal loro carattere pregiudizievole, i cui effetti derivano da una modifica dell'ordinamento giuridico o della situazione personale del ricorrente. In data 26 maggio 2004 BT ha inoltre presentato alla Commissione un altro studio ⁽⁵⁹⁾ che

formula anch'esso la conclusione secondo cui le dichiarazioni dello Stato costituiscono l'espressione di un impegno formale, preciso e irrevocabile, se del caso giuridicamente sanzionabile attraverso il sorgere della responsabilità dello Stato qualora quest'ultimo si sia reso inadempiente non rispettando i suoi impegni nei confronti di FT.

- (77) Secondo quanto precisato quindi da BT, non c'è dubbio che le misure in esame non rappresentano un aiuto di tipo psicologico, come affermato dalle autorità francesi, bensì una garanzia che vincola giuridicamente il soggetto che la presta.
- (78) Su questo punto BT precisa, infine, che il carattere vincolante delle dichiarazioni formulate dallo Stato a titolo di garanzia è confermato da una circolare del ministero dell'Economia e delle finanze del 22 luglio 2003 che fa espresso riferimento all'esistenza di garanzie implicite ⁽⁶⁰⁾.
- (79) 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 nell'impresa — al successivo aumento di capitale seguito dall'effettiva ricapitalizzazione, costituiscono l'attuazione della garanzia statale e sono finanziati mediante risorse pubbliche. BT aggiunge a questo proposito che il ricorso all'ERAP nel quadro della concessione, da parte delle autorità francesi, di una linea di credito di 9 miliardi di euro a FT non modifica affatto l'origine pubblica dei fondi. BT fa notare che il ricorso all'ERAP ha consentito a FT di usufruire di un tasso d'interesse debitore vantaggioso dovuto, da un lato, al suo status giuridico di ente pubblico industriale e commerciale (EPIC) e, dall'altro, alla garanzia espressa concessa dallo Stato per un importo di 10 miliardi di euro ⁽⁶¹⁾. 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.
- (80) Nelle osservazioni complementari dell'11 aprile 2003, BT sostiene che, tenuto conto della situazione finanziaria dell'impresa, la ricapitalizzazione varata il 24 marzo 2003 è stata possibile solo grazie alla realizzazione preliminare delle altre misure di aiuto. Di conseguenza la ricapitalizzazione costituisce di per sé un aiuto di stato in quanto deriva direttamente da un precedente aiuto pubblico ⁽⁶²⁾.
- (81) 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 la sua finalità era il ripristino della fiducia del mercato.
- (82) Su questo punto BT precisa inoltre che la garanzia ha avuto l'effetto di consentire a FT di avere nuovamente accesso ai mercati finanziari; la garanzia ha quindi migliorato l'outlook del rating di FT, consentendo a quest'ultima di evitare il rating a livello di «junk bond». BT osserva poi che si è assistito a un notevole miglioramento della quotazione di borsa del titolo FT. Inoltre, successivamente al mese di giugno 2002, si sono ridotti gli spread sul mercato obbligazionario e FT è riuscita a scaglionare i debiti e far fronte all'ostacolo attinente a problemi di liquidità. BT sottolinea che la garanzia ha non solo consentito il ricorso di FT al mercato finanziario, ma ha anche l'effettuazione delle emissioni obbligazionarie a un tasso non corrispondente alla reale situazione finanziaria di FT.
- (83) Nelle osservazioni dell'11 aprile 2003, BT rileva più specificatamente che l'annuncio e l'attuazione del sostegno pubblico hanno determinato un aiuto che ha dato luogo a vantaggi connessi al prestito d'azionista e alla ricapitalizzazione. Questi vantaggi hanno avuto l'effetto di allontanare la crisi di liquidità: hanno cioè aumentato l'ammontare dei mezzi di finanziamento per far fronte alle scadenze del debito e consentito un reale e potenziale differimento dei debiti di cassa in scadenza e risparmi effettivi e potenziali sui costi.
- (84) In conclusione su questo punto BT sostiene che il vantaggio conseguito da FT ammonta ad oltre 40 miliardi di euro (3 miliardi di euro dovuti alle misure di sostegno dello Stato francese a favore di FT e 36,7 miliardi di euro derivanti dalla partecipazione dello Stato alla ricapitalizzazione di FT) e afferma che questa cifra non tiene conto dell'ampio margine di manovra che FT si vedeva concesso a seguito dell'eliminazione di ogni preoccupazione finanziaria: il rischio di una grave crisi di liquidità si allontanava di circa 43 miliardi di euro.
- (85) Nelle osservazioni complementari del 7 gennaio 2004, BT ha inoltre precisato che il vantaggio di cui FT può fruire grazie all'impegno dello Stato a fornire un sostegno irrevocabile sarebbe quantificabile in oltre 30 miliardi di euro, mentre il vantaggio tratto dalla ricapitalizzazione sarebbe pari ad oltre 50 miliardi di euro.
- (86) Quanto al principio dell'investitore privato avveduto, BT fa valere che le misure di sostegno non sono conformi a detto principio per i motivi di seguito enunciati.
- a) *Impegno incondizionato e illimitato*: BT ricorda che le dichiarazioni dello Stato costituiscono un impegno giuridico definitivo e incondizionato, che un investitore avveduto 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. A parere di BT, la misura in esame non soddisfa i criteri citati nella comunicazione della Commissione sull'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie ⁽⁶³⁾ (di seguito la «comunicazione sugli aiuti di Stato sotto forma di garanzie»), segnatamente in quanto al momento della concessione della garanzia FT aveva difficoltà finanziarie e tale garanzia non riguardava alcuna operazione specifica e non produceva alcuna remunerazione. FT ha quindi ottenuto vantaggi che non avrebbe conseguito in normali condizioni di mercato.

b) *Condizioni relative alla concessione del prestito d'azionista:* BT afferma che il meccanismo adottato dallo Stato risponde nel suo complesso a una preoccupazione che attiene alle finanze pubbliche (segnatamente il rispetto dei criteri di Maastricht) e non al principio dell'investitore avveduto operante in un'economia di mercato. Non è infatti assicurato il rimborso del prestito sottoscritto dall'ERAP per conto dello Stato per la partecipazione alla ricapitalizzazione. La modalità di rimborso prevista è connessa essenzialmente alla vendita di azioni: si tratta di un utile potenziale che non può pertanto conferire all'investimento in esame la caratteristica di «investimento avveduto». BT rileva che la garanzia di 10 miliardi di euro concessa dallo Stato all'ERAP ha consentito a quest'ultimo di raccogliere i fondi necessari alla concessione della linea di credito a condizioni vantaggiose, ovvero a un tasso di interesse del 3,375 %. Un qualsiasi investitore privato avveduto avrebbe effettuato tale operazione a costi più elevati, richiedendo garanzie specifiche connesse a cespiti attivi dell'impresa.

c) *Ricapitalizzazione:* in merito all'impegno delle autorità francesi a ricapitalizzare FT e per quanto riguarda la ricapitalizzazione in sé, BT sostiene in pratica che nella fattispecie non sia stato rispettato il principio dell'investitore privato avveduto, in quanto lo Stato si è impegnato a partecipare alla ricapitalizzazione di FT il 12 luglio 2002 — ovvero prima che venisse varato il piano *Ambition 2005* — senza una conoscenza della precisa situazione economica di FT, fortemente deteriorata, e senza la partecipazione concomitante di investitori privati. A questo proposito, BT pone l'accento sui seguenti punti:

— *situazione finanziaria dell'impresa:* BT sottolinea che la salute finanziaria dell'operatore storico nel momento in cui veniva assunta la decisione di investire le impediva di rivolgersi agli investitori privati senza il sostegno dello Stato (70 miliardi di euro di perdite, patrimonio netto negativo per 8 miliardi di euro, scadenze debitorie per 50 miliardi di euro nei tre anni successivi). Inoltre il piano presentato all'epoca da Michel Bon non appariva congruo rispetto al mercato ed era stato seguito dal declassamento del rating di FT da parte delle agenzie di rating. BT precisa che questa situazione si rifletteva nella dichiarazione resa da Thierry Breton dinanzi alla commissione delle Finanze del Senato⁽⁶⁴⁾;

— *rendimento dell'operazione:* BT rileva che il periodo per il calcolo della redditività del capitale investito inizia non prima del 12 luglio 2002, data della prima dichiarazione dello Stato che ha come effetto quello di impegnarlo giuridicamente nei confronti di FT e dei creditori di quest'ultima, e si conclude al massimo il 4-5 dicembre 2002, date che coincidono con la pubblicazione del piano *Ambition 2005* e con l'apertura della linea di credito di 9 miliardi di euro. BT sostiene che è impossibile calcolare in modo affidabile il rendimento ragionevole che un investitore privato avveduto avrebbe avuto il diritto di aspettarsi in siffatte circostanze. La

ricapitalizzazione di FT non può quindi essere confrontata con nessun'altra operazione finanziaria, data la crisi di liquidità in cui si trovava l'impresa. Di conseguenza lo Stato non era in grado di valutare il rischio mediante un calcolo delle probabilità e doveva far fronte ad un'incertezza assoluta (ovvero a un rischio non valutabile in termini di probabilità) nel momento in cui ha deciso di prestare garanzia nei confronti di FT: né il livello del rischio né la redditività erano quindi quantificabili. BT precisa che l'investimento non poteva, comunque, essere definito ragionevole. Il carattere non ragionevole dell'investimento è, in particolare, dimostrato da una proiezione relativa al valore di borsa di FT e alla redditività attesa da un investitore privato sul capitale investito. Conformemente al metodo utilizzato dalla Commissione per misurare il carattere avveduto di un investimento, la redditività sul capitale investito che un investitore privato avrebbe preteso potrebbe essere stimata in un valore minimo compreso tra il 30 % e il 40 %, tenuto conto in particolare dei rischi connessi a questa operazione. Questo tasso coincide con il tasso minimo che la Commissione aveva preteso nei casi Alitalia⁽⁶⁵⁾ e Iberia⁽⁶⁶⁾. Secondo i metodi utilizzati da BT, ovvero l'EPS (valore di mercato delle attività nette o prezzo obiettivo calcolato dagli analisti a 12 mesi — *Enterprise value* o *Analysts target price 12 months*), la redditività del capitale investito nell'operazione in esame sarebbe pari soltanto al 16 %. Lo Stato non poteva del resto contare su una remunerazione mediante dividendi, giacché FT aveva annunciato che non avrebbe proceduto ad alcuna distribuzione di dividendi. In generale BT precisa che non è opportuno procedere a un'analisi *ex post* dei risultati positivi di FT per valutare l'applicazione del principio dell'investitore avveduto. In effetti, un investitore privato non si sarebbe mai impegnato finanziariamente senza formulare la minima riserva in circostanze nelle quali non era stato neppure stabilito l'importo totale dei debiti del gruppo FT. A questo proposito BT aggiunge che, conformemente alla giurisprudenza della Corte di giustizia delle Comunità europee, non si può sostenere che gli impegni assunti dallo Stato nei confronti di FT riflettano il comportamento dell'investitore avveduto unicamente sulla base dell'argomentazione che FT sarebbe diventata un'impresa redditizia;

— *differenza tra la situazione di un investitore privato e quella dello Stato:* 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; fa notare inoltre che solo uno Stato in possesso dell'affidabilità creditizia della

Francia avrebbe potuto farsi carico di una tale incertezza. BT sottolinea inoltre 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 business plan comprendente impegni precisi, tra cui la cessione di attività. BT conclude che un investitore avveduto che fosse stato in possesso di capacità finanziarie confrontabili 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;

- *criterio di concomitanza*: BT afferma che non è stato rispettato il principio di concomitanza. La data in cui le autorità francesi hanno deciso di investire è, infatti, il 12 luglio 2002 e in quel momento già solo le difficoltà finanziarie dell'impresa consentono di considerare la ricapitalizzazione quale un aiuto pubblico, tanto più che lo Stato ha preso la decisione di investire senza conoscere precisamente la situazione economica e finanziaria di FT e prima che venisse elaborato il piano di finanziamento. BT rileva che la partecipazione degli investitori privati non era certa né significativa nel momento in cui il governo ha annunciato la sua partecipazione all'aumento di capitale, anche se si considerasse come data della decisione quella successiva del 5 dicembre. In base alla giurisprudenza della Corte di giustizia, quando gli investitori sono disposti ad intervenire solo dopo che le autorità abbiano deciso di accordare 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 concesso dallo Stato e non è il prodotto della decisione di un investitore privato. Così, 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 sia stato rispettato il principio di concomitanza. 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 lo Stato avrebbe partecipato all'operazione e soprattutto adottato le misure idonee a

evitare a FT qualsiasi problema di finanziamento. Ad ogni modo, BT sostiene che, conformemente alla giurisprudenza relativa alla decisione Seleo di cui al considerando 80, una partecipazione significativa degli investitori privati non è di per sé sufficiente a escludere ogni elemento di aiuto. BT sostiene anche che l'investimento dello Stato è superiore all'ammontare della sua partecipazione al capitale di FT. Sottolinea, infine, che l'importo molto elevato delle commissioni bancarie consente, al di là dello sconto, di ridurre il prezzo di sottoscrizione delle azioni.

- (87) Quanto agli effetti sulla concorrenza, BT fa segnatamente notare che le misure in discussione hanno influenzato la concorrenza sul mercato delle telecomunicazioni mobili. In pratica, BT cita il fatto che l'entità del debito di FT può essere ascritta allo sviluppo delle attività nel settore delle telecomunicazioni mobili. Così su Orange non grava il debito dovuto alle sue acquisizioni, debito che grava integralmente sulla società madre. FT, che dispone — grazie alle misure in esame — dei mezzi per far fronte a questo debito, consente a Orange di consolidare e sviluppare la propria posizione sui mercati delle telecomunicazioni mobili. BT ricorda che Orange occupa una posizione dominante sul mercato francese della telefonia mobile, con una quota del 49,8 % della base installata. Nelle osservazioni dell'11 aprile 2003 BT precisa che la struttura del mercato delle telecomunicazioni mobili in Francia deriva da una strategia di investimento ad alta intensità di capitale condotta da Orange (segnatamente una *strategia commerciale aggressiva*) a scapito della redditività operativa, e ciò grazie al sostegno ad essa concesso dallo Stato attraverso FT, in particolare mediante gli aiuti in discussione in questo caso. BT sottolinea anche che le misure in esame incidono sulla concorrenza di tutto il mercato delle telecomunicazioni e scoraggiano gli operatori stranieri dal proporre i loro servizi in Francia, che è così l'unico paese europeo in cui non sia riuscito a insediarsi alcun operatore mobile straniero.
- (88) Quanto alla compatibilità di queste misure alla luce degli orientamenti, BT rileva che le misure di sostegno non presentano il carattere di eccezionalità richiesto per poter essere definite aiuti al salvataggio conformemente agli orientamenti. BT fa presente che il piano *Ambition 2005* non soddisfa i requisiti minimi prescritti dagli orientamenti: contempla misure, come il ricorso al mercato obbligazionario o la prevista ricapitalizzazione, che non attengono a un salvataggio. BT precisa, in particolare, che l'entità della ricapitalizzazione appare eccessiva per coprire esclusivamente il fabbisogno di gestione a breve di FT, escluso il rimborso dei debiti contratti nel quadro dell'espansione. Rileva inoltre che il piano *Ambition 2005* non costituisce un piano di ristrutturazione tale da modificare la struttura di FT per accrescerne la redditività, ma si limita ad aumentare la liquidità dell'impresa al fine di ovviare alle sue difficoltà correnti. BT sottolinea inoltre che le misure in esame appaiono deboli, sia a livello di cessione di attività sia

in termini di misure sociali, se confrontate a quelle adottate dai concorrenti dell'operatore storico, quali in particolare KPN, Deutsche Telekom o British Telecom.

(89) Il piano di ristrutturazione non contiene del resto contropartite sostanziali atte a prevenire indebite distorsioni della concorrenza, in modo da compensare l'aiuto concesso dallo Stato. BT rileva in particolare che non si sono avute cessioni di attività strategiche o di elevato valore. Le cessioni previste da FT si sono così limitate ad attività non strategiche o quantitativamente molto modeste (3,5 miliardi di euro secondo le stesse stime di FT).

(90) In subordine, BT sostiene l'esigenza dell'adozione di misure di compensazione a favore dei concorrenti dell'operatore storico sul mercato delle telecomunicazioni mobili, soprattutto a favore dell'ultimo operatore, la cui presenza costituisce la condizione per l'esistenza di un'effettiva concorrenza sul mercato francese. Come misure di compensazione ai sensi degli orientamenti, BT propone, in particolare, di vietare ad Orange di proporre tariffe inferiori a quelle dei suoi concorrenti per offerte di servizi equivalenti (e ciò per un periodo di cinque anni) e di imporre un'autolimitazione al 33 % della quota di mercato mensile di Orange fino all'avvenuta riduzione della quota netta di mercato di Orange al 40 %. BT propone inoltre di limitare a 12 mesi la durata degli impegni sottoscritti dai consumatori con Orange (acquisto e rinnovo), il blocco dell'installazione della rete GSM e GPRS di Orange in modo da ristabilire l'equilibrio della concorrenza, l'obbligo di cessione di attività strategiche e l'obbligo di limitare le iniziative di marketing.

(91) Nelle osservazioni del 26 maggio 2004, BT ha fornito un'analisi economica nella quale viene precisato che il sostegno dello Stato, tenuto conto dell'atteggiamento specifico degli Stati (che varia in funzione della loro credibilità), ha in sostanza una portata diversa rispetto a quello di un azionista di maggioranza. L'analisi sottolinea inoltre che l'intervento pubblico si iscrive in una lunga tradizione e questo intervento va valutato sulla base di una reputazione già consolidata. Secondo BT, è evidente che lo Stato, sostenendo FT, impegna la propria reputazione e quindi la propria capacità di intervenire nuovamente a favore di altre imprese francesi. Nell'analisi si sottolinea inoltre che il tema della credibilità dello Stato francese va messa in relazione con la specificità francese nel campo delle privatizzazioni. Rendendosi inadempiente, lo Stato non sarebbe più potuto intervenire successivamente, come ha ben presto fatto nel caso Alstom.

(92) BT ha inoltre affrontato la questione se le dichiarazioni dello Stato avessero effetti vincolanti secondo l'ordinamento dello Stato di New York, altro stato nel quale l'impresa è quotata. Secondo l'analisi condotta da BT, è probabile che tali dichiarazioni debbano essere considerate vincolanti, o come contratto unilaterale o in virtù del principio dell'estoppel.

(93) BT ha inoltre fornito uno studio che esamina se analoghe dichiarazioni rese dal governo britannico avrebbero carattere vincolante nel diritto inglese. Tale studio conclude che tali dichiarazioni sarebbero vincolanti o imporrebbero allo Stato l'onere di motivare una modifica della propria posizione.

4.6. Osservazioni di Cable & Wireless

(94) Cable & Wireless ha osservato che le misure in discussione costituiscono un aiuto di stato. Sufficiente a conferire un vantaggio a FT è stata la fiducia da parte del mercato a seguito dell'annuncio relativo alla concessione del prestito d'azionista. Giacché un investitore privato avveduto non avrebbe preso la decisione di ricapitalizzare un'impresa come FT, che era palesemente inefficiente prima dell'adozione del piano *Ambition 2005*, FT ha usufruito di un vantaggio che non avrebbe ottenuto in normali condizioni di mercato. Cable & Wireless ha inoltre posto l'accento sul pericoloso precedente che si verrebbe a creare se si consentisse a un governo di fornire garanzia a fronte di ogni problema finanziario delle imprese pubbliche, sottolineando inoltre la dinamica negativa che ciò comporterebbe per la concorrenza. Ha d'altronde aggiunto che tali misure non possono essere considerate compatibili con gli orientamenti; dato che l'impresa non è in una situazione di difficoltà finanziarie, gli orientamenti non sono applicabili.

4.7. Osservazioni dell'AFORS Télécom

(95) 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 e ha più precisamente sostenuto quanto di seguito enunciato.

(96) Mediante una *serie di progressive decisioni* adottate nel corso del 2002, tra cui la scelta dello Stato di ricevere i dividendi nel 2002 sotto forma di azioni e non in contanti, fino all'apertura di una linea di credito di 9 miliardi di euro messa a disposizione di FT attraverso l'ERAP, le autorità francesi hanno ripristinato 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 non utilizzo da parte di FT, rappresenta simbolicamente la garanzia di un sostegno pubblico e mobilita a questo titolo risorse pubbliche ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato.

(97) 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 in presenza di un investitore avveduto non si sarebbe prodotta la deriva finanziaria di FT a partire dall'anno 2000. Lo Stato non ha quindi assolto al proprio ruolo di «salvaguardia» e ha consentito a FT di far crescere il suo debito in misura inaudita. L'AFORS Télécom osserva che la pregressa strategia di acquisizioni di FT è

stata condotta senza valutare i rischi in essa insiti, in quanto lo Stato, nella sua qualità di azionista, avrebbe assicurato il proprio sostegno a FT contro ogni ipotesi di fallimento.

d'azionista da parte delle autorità francesi a favore di FT e ii) la partecipazione dello Stato alla ricapitalizzazione di FT.

- (98) 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. FT ha usufruito di un vantaggio che viene valutato in 1,5 miliardi di euro⁽⁶⁷⁾ dall'AFORS Télécom. È pertanto la credibilità dello Stato francese, che gode di un'ottima affidabilità creditizia, e non la credibilità del piano di ristrutturazione ad aver determinato le condizioni per il ritorno di FT sui mercati finanziari. Del resto, il sostegno dello Stato ha consentito a FT di non modificare il proprio perimetro strategico.
- (99) Il piano *Ambition 2005* contiene orientamenti e non impegni chiaramente definiti, vincolanti e irrevocabili e non può essere confrontato con il processo di ristrutturazione attuato in Europa, soprattutto da parte di British Telecom.
- (100) I vantaggi di cui FT ha goduto perpetuano le distorsioni della concorrenza a scapito dei membri dell'AFORS Télécom. Secondo quest'ultima, l'aiuto concesso dallo Stato francese rafforza le pratiche contrarie alla concorrenza già esistenti ed estremamente lesive nei confronti degli operatori alternativi. L'AFORS Télécom cita, in particolare, l'utilizzo esclusivo della rete di distribuzione di FT da parte di Orange e Wanadoo, le offerte di accesso disaggregato che avvantaggiano sistematicamente Wanadoo e FT, la posizione di monopolio detenuta da FT sul mercato dei servizi ad addebiti multipli (fornitura ai consumatori di contenuti a valore aggiunto accessibili telefonicamente). L'AFORS Télécom sottolinea inoltre il rischio del perpetuarsi di tali comportamenti grazie all'aiuto pubblico.
- (101) A FT dovrebbero essere imposte contropartite finalizzate a ottenere, da un lato, un comportamento dello Stato analogo a quello di un'impresa che debba recuperare la propria capacità finanziaria senza usufruire di aiuti eccezionali e, dall'altro, il ripristino di una concorrenza leale. In particolare, si tratta di: i) limitare gli investimenti di FT a quelli propri di un'impresa indebitata, ad esempio circoscrivere la politica di investimento globale di FT agli investimenti per i quali la redditività del capitale investito sia assicurata entro un periodo inferiore ai 12 mesi per le attività al dettaglio, ii) costituire strutture trasparenti tra le singole attività del gruppo, iii) impedire che l'aiuto pubblico venga destinato a una guerra tariffaria, ad esempio attraverso la pubblicazione sistematica delle offerte al dettaglio personalizzate.

4.8. Osservazioni di Cégétel

- (102) Cégétel ritiene che si sia di fronte a due distinte misure di aiuto: i) l'annuncio della concessione di un prestito

- (103) Quanto alla prima misura, Cégétel afferma preliminarmente che non è possibile confrontare la situazione di un'impresa il cui azionista di riferimento sia privato e quella di un'impresa il cui azionista di maggioranza sia 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 e avrebbe indotto queste ultime a esaminare attentamente le modalità con le quali l'azionista avrebbe rifinanziato la linea di credito così predisposta. Cégétel conclude che il mero fatto di godere dell'appoggio dello Stato offre un notevole vantaggio di fronte agli 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 giustificato che la Commissione consideri che lo Stato francese abbia concesso un aiuto a FT addirittura prima della firma di una convenzione 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 questa che ha consentito a FT di ottenere finanziamenti direttamente sul mercato. Su questo punto Cégétel conclude che le dichiarazioni governative sono state rese affinché i mercati avessero la certezza che un prestito a FT fosse esattamente equivalente a prestare denaro direttamente allo Stato. FT ha pertanto potuto usufruire di vantaggi che non avrebbe ottenuto in normali condizioni di mercato (v. segnatamente a titolo di confronto la situazione di Vivendi Universal). Il ricorso al mercato obbligazionario ha consentito a FT di evitare di ricorrere esclusivamente a istituti finanziari per far fronte alla crisi di liquidità e di subire tutti i vincoli connessi a questo tipo di finanziamento. Cégétel sostiene che le condizioni della concessione della linea di credito da parte delle autorità francesi non corrispondono a quelle poste da un investitore avveduto con riferimento a una sua partecipazione. Più specificatamente, un investitore avveduto non avrebbe mai accettato la politica di finanziamento delle acquisizioni mediante l'indebitamento — politica che ha minato la situazione finanziaria di FT tanto da richiedere una ricapitalizzazione da parte dello Stato. Cégétel cita la decisione *Crédit Lyonnais II*, nella quale la Commissione ha precisato che misure di aiuto non potrebbero essere giustificate in base a carenze dello Stato azionista protrattesi per vari anni⁽⁶⁸⁾. Del resto, la scelta di far transitare gli aiuti attraverso l'ERAP non riflette, secondo Cégétel, il comportamento di un investitore avveduto. A questo proposito Cégétel pone l'accento, soprattutto, sul tasso di interesse applicabile ai prelievi sul prestito e sull'assenza di garanzie. Quanto alla quantificazione

dell'aiuto connesso al prestito d'azionista, Cégétel sostiene l'applicabilità del punto 3.2, quarto capoverso, della comunicazione sugli aiuti di Stato sotto forma di garanzie e ritiene che l'importo dell'aiuto corrisponda all'importo raccolto grazie a tale annuncio, se si tiene conto del fatto che FT ha — grazie al sostegno dello Stato — potuto prendere in prestito 16 miliardi di euro per far fronte alle scadenze nel momento in cui la sua situazione finanziaria era catastrofica.

- (104) Cégétel sostiene che lo stesso ragionamento è applicabile alla ricapitalizzazione da essa vista sotto il profilo economico come il passaggio di 9,2 miliardi di euro di debiti di FT all'ERAP, che usufruisce di una garanzia statale. Cégétel contabilizza come aiuto tutta questa somma. Si sofferma anche sull'importo dell'aiuto (pari a 1,5 miliardi di euro) corrispondente ai costi di licenziamento che un'impresa avrebbe dovuto sostenere in termini di riduzione del personale e che l'operatore storico non sostiene visto il trasferimento dei funzionari di FT all'amministrazione pubblica in base al piano *Ambition 2005*.
- (105) Cégétel sostiene peraltro che FT usufruisce di una garanzia formale giacché la Cour de cassation ritiene che le imprese di diritto privato dotate per legge di uno status speciale non sono soggette alle procedure di liquidazione giudiziaria applicabili (ad esempio SEITA o Air France). In forza di tale giurisprudenza, si deve pertanto ritenere che FT non sia soggetta al regime di diritto comune. Cégétel riconosce che dal 1996 FT non gode più dello status di EPIC, ma fa rilevare che in realtà la garanzia non è venuta meno in quanto le autorità pubbliche si sono impegnate, attraverso le loro ripetute dichiarazioni, a convincere i mercati che FT avrebbe comunque continuato a beneficiare del sostegno dell'azionista di riferimento e che lo Stato, laddove necessario, avrebbe aiutato l'operatore a far fronte alle scadenze ⁽⁶⁹⁾.
- (106) Cégétel sostiene, infine, che le misure non possono essere considerate compatibili ai sensi degli orientamenti. Cégétel ricorda che a norma degli orientamenti, quando lo Stato procede a un conferimento di capitali a favore di un'impresa in difficoltà, «è da ritenere probabile che gli apporti finanziari contengano elementi di aiuto di Stato» ⁽⁷⁰⁾. Cégétel precisa che le contropartite predisposte da FT non possono essere considerate sufficienti secondo gli orientamenti. In questo senso il piano *Ambition 2005* non contiene disposizioni specifiche relative a cessioni di attività o a un piano sociale. In subordine, Cégétel propone, in particolare, le contropartite seguenti sul mercato delle telecomunicazioni fisse: i) la rivendita dei servizi di accesso alla rete locale e dei servizi collegati, nonché ii) il rafforzamento della compartimentazione di FT e delle società Orange e Wanadoo.

4.9. Osservazioni di LDCOM ⁽⁷¹⁾

- (107) LDCOM individua un doppio meccanismo di aiuto a favore di FT, rafforzato dal sostegno alla mobilità dei dipendenti: si tratta della i) concessione di una garanzia illimitata e ii) della concessione di una linea di credito di 9 miliardi di euro.

- (108) *Concessione della garanzia illimitata*: LDCOM si fonda sul contenuto delle dichiarazioni delle autorità francesi pubblicate a partire dal 20 giugno 2002 sulla stampa, contenute in comunicati stampa del ministero delle Finanze e dell'economia e comunicate direttamente o indirettamente alle agenzie di rating. Queste dichiarazioni, volte a rassicurare i mercati finanziari in merito alla situazione di FT ⁽⁷²⁾, hanno direttamente contribuito al miglioramento del rating di FT sui mercati e le hanno consentito di far fronte al grave ostacolo attinente alla liquidità. L'intervento dello Stato può, secondo LDCOM, essere oggetto di varie qualificazioni giuridiche. LDCOM ricorda che, sotto il profilo del diritto francese, per la creazione di un'obbligazione giuridica non occorre alcuna forma e una dichiarazione orale può quindi, in determinate circostanze, costituire un atto giuridico che conferisce un diritto al destinatario. Il carattere vincolante dell'atto unilaterale si fonda infatti sulla teoria dell'impegno assunto per volontà unilaterale, che costituisce una fonte di obbligazioni. Tale obbligazione deriva dal duplice carattere definitivo e preciso della volontà. LDCOM afferma inoltre che la responsabilità dello Stato deriva, sotto il profilo del diritto societario, soprattutto dall'analisi della teoria del mandato apparente e del dirigente di fatto, punto quest'ultimo che va richiamato soprattutto in relazione al contatto diretto avuto con le agenzie di rating. La responsabilità contrattuale dello Stato è impegnata anche sotto il profilo del diritto internazionale, giacché un atto giuridico unilaterale ha carattere vincolante laddove sia dimostrabile che la dichiarazione è stata resa pubblicamente e con l'intenzione di vincolare il soggetto che l'ha resa ⁽⁷³⁾. Una semplice dichiarazione orale e pubblica resa dallo Stato può quindi creare a carico del medesimo un'obbligazione giuridica. Secondo LDCOM, nella fattispecie il contenuto delle dichiarazioni vincola le autorità francesi in quanto la lettera di tali dichiarazioni costituisce un impegno unilaterale, chiaro e inequivocabile, dello Stato a essere il prestatore di ultima istanza di FT e a non lasciare quest'ultima nella condizione di crisi finanziaria che essa attraversava nell'estate del 2002. Dato il carattere vincolante dell'impegno, qualsiasi inadempienza è tale da far sorgere la responsabilità contrattuale dello Stato (i terzi avrebbero potuto costringere lo Stato a dare esecuzione all'impegno assunto).

- (109) LDCOM ha affermato che era impegnata anche la responsabilità per fatto illecito dello Stato, e ciò soprattutto sotto il profilo del diritto societario. Così una società che dia l'impressione di assumersi l'onere del debito di un'altra società fa sorgere nel patrimonio di terzi un credito nei propri confronti. Ebbene, secondo LDCOM, lo Stato ha — attraverso le proprie dichiarazioni — fornito ai terzi la garanzia che si sarebbe fatto carico del debito in scadenza di FT. LDCOM sostiene, più specificatamente, che le dichiarazioni dello Stato, nel momento in cui esso afferma che «contribuirà, per la sua parte, al notevolissimo rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa» ⁽⁷⁴⁾, pongono a suo carico un'obbligazione che ne determina di per sé la responsabilità giuridica e finanziaria ⁽⁷⁵⁾. Secondo la dottrina «se lo Stato non rispettasse l'impegno

così assunto, la sua responsabilità sarebbe incontestabilmente impegnata dinanzi al giudice amministrativo, competente in materia di promesse dello Stato non mantenute»⁽⁷⁶⁾. LDCOM ha del resto precisato che l'articolo L465-1, terzo comma, del Code monétaire et financier punisce coloro che falsano il normale funzionamento dei mercati mediante atti illeciti che influenzano l'andamento delle quotazioni di borsa. Pertanto, secondo LDCOM, l'incidenza di una siffatta qualificazione giuridica è che lo Stato non intendeva affatto procedere a un annuncio di ipotetici fatti futuri, ma annunciava effettivamente quale sarebbe stata la sua successiva condotta.

(110) A parere di LDCOM, anche la giurisprudenza comunitaria conferma che qualsiasi articolo di stampa, che provenga dall'impresa interessata o dal governo e abbia natura incondizionata, dimostra necessariamente la messa a disposizione di risorse statali⁽⁷⁷⁾. Ebbene, nella fattispecie le dichiarazioni provengono direttamente dal governo e sono incondizionate.

(111) Da quanto precede discende che le dichiarazioni di sostegno delle autorità francesi, giuridicamente e finanziariamente vincolanti, rese a partire dal 2 giugno 2002, sono assimilabili a una garanzia il cui obiettivo è evitare il fallimento di FT e assicurarne la sopravvivenza entro il perimetro di attività esistente. Secondo LDCOM, si tratta di una garanzia illimitata. LDCOM precisa che l'aiuto consiste quindi non soltanto nella messa a disposizione di una linea di credito e nella somma così concessa ma anche nell'annuncio stesso di tale messa a disposizione. In base alla comunicazione sugli aiuti di Stato sotto forma di garanzie, il criterio delle risorse pubbliche è soddisfatto indipendentemente dal fatto che la garanzia venga o non venga fatta valere. LDCOM osserva che le misure in esame costituiscono un aiuto in quanto non conformi ai criteri previsti dalla citata comunicazione, giacché all'epoca FT non poteva reperire i fondi necessari sui mercati. LDCOM ha inoltre sostenuto che «in considerazione delle somme in discussione, solo lo Stato era in grado di fornire una tale garanzia, poiché nessun investitore avveduto poteva credibilmente garantire — di fronte ai mercati — un'operazione capace di "risolvere" FT»⁽⁷⁸⁾. LDCOM sottolinea, infine, che qualsiasi analisi di segno opposto sarebbe gravida di conseguenze, giacché sarebbe non solo contraria ai principi del diritto positivo interno, ma offrirebbe agli Stati membri la possibilità di sostenere impunemente la quotazione delle società nelle quali detengono una partecipazione⁽⁷⁹⁾.

(112) L'effetto di questa garanzia illimitata è avvertito chiaramente sul mercato, la cui reazione corrisponde al valore effettivamente attribuito a questa garanzia dagli investitori. A partire da luglio 2002 la quotazione di borsa dell'azione di FT ha così registrato un apprezzamento, con conseguente incremento del valore di borsa dell'operatore. LDCOM sostiene che l'incremento di valore prodotto dall'annuncio da parte dello Stato è quantificabile in 5,9 miliardi di euro. Analogamente, a partire da luglio 2002, si è cominciato a registrare un miglioramento degli spread⁽⁸⁰⁾ di FT, con conseguente riduzione dell'onere finanziario a carico dell'operatore e la possibilità per il

medesimo di recuperare la propria capacità finanziaria. La differenza tra gli spread consente di valutare concretamente il peso finanziario dell'annuncio dato dallo Stato e va del resto riferita all'insieme dei debiti di FT finanziati mediante prestiti obbligazionari. È, a seconda delle ipotesi, compresa tra 2% e 3%, con un risparmio annuo che oscilla tra 1,37 miliardi e 2,05 miliardi di euro. Supponendo un livello di indebitamento costante di FT e il conseguente finanziamento permanente del debito, LDCOM valuta l'impatto dei risparmi così conseguiti in una somma compresa tra 19,57 e 29,36 miliardi di euro. Il sostegno dello Stato ha, del resto, consentito a FT di rifinanziarsi sui mercati obbligazionari a condizioni più vantaggiose rispetto a quelle che avrebbe ottenuto prima.

(113) Annuncio della messa a disposizione della linea di credito di 9 miliardi di euro: LDCOM non ha analizzato questa misura in rapporto all'articolo 87, paragrafo 1, del trattato, ed ha effettuato un rinvio all'analisi svolta dalla Commissione nella decisione di avvio del procedimento, ponendo l'accento sul ruolo dell'ERAP.

(114) Secondo LDCOM, 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. LDCOM ha spiegato del resto che nessun investitore privato avrebbe avuto la capacità finanziaria di mobilitare risorse così rilevanti in un lasso di tempo così limitato. Ha precisato inoltre che per un investitore privato mantenere integra la struttura operativa di un gruppo costituisce uno strumento per conseguire la redditività dell'investimento. Nella fattispecie, per le autorità francesi mantenere integra tale struttura costituisce un fine in sé. È comprensibile che lo Stato tenga conto di aspetti sociali e politici; tuttavia una siffatta valutazione ai fini dell'intervento costituirebbe una violazione del principio di eguaglianza tra settore pubblico e settore privato.

(115) LDCOM ritiene peraltro che la posizione dello Stato, secondo la quale un investitore di maggioranza avveduto non avrebbe rimesso 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 questa che può eventualmente comportare massicce cessioni di attività strategiche. La pertinenza di questa analisi può essere verificata confrontando la situazione in cui si sarebbe trovata FT senza il sostegno dello Stato e quella in cui si è trovata Vivendi Universal che, sotto la pressione dei mercati, è stata costretta a modificare il proprio perimetro di attività. LDCOM sostiene pertanto che la Commissione

debba non soltanto rifiutarsi di considerare la salvaguardia dell'integrità funzionale del gruppo come punto di partenza, ma anche analizzarne gli effetti, i quali costituiscono la vera violazione della concorrenza. LDCOM sostiene che a luglio 2002, in assenza di un intervento pubblico, FT non avrebbe avuto altra scelta se non quella di ridurre il proprio perimetro di attività, licenziare⁽⁸¹⁾ e rivedere i propri obiettivi strategici.

(116) LDCOM quantifica in 15 miliardi di euro l'ammontare complessivo dell'aiuto — cifra questa corrispondente all'importo che FT è riuscita a raccogliere sui mercati finanziari grazie all'aiuto ad essa concesso dallo Stato. L'importo dell'aiuto non può, quindi, essere circoscritto ai 9 miliardi di euro forniti direttamente dallo Stato, in quanto è grazie a vari interventi pubblici (garanzia illimitata, prestito d'azionista, assorbimento di personale) che FT è riuscita ad effettuare un aumento di capitale di tale entità.

(117) Secondo LDCOM, l'aiuto istituito dallo Stato costituisce un aiuto alla ristrutturazione. LDCOM ha esaminato la situazione esistente sui mercati della telefonia vocale, dell'accesso Internet a banda larga e dell'accesso Internet a bassa velocità prima e dopo l'intervento pubblico, confrontandola con la situazione che si sarebbe prodotta in assenza di tale intervento. Questo confronto conferma che l'effetto dell'aiuto è stato quello di mantenere per il 2005 lo status quo ante (capacità operative e di marketing immutate): ciò consente deduttivamente di quantificare in termini di quote di mercato alcuni degli effetti dell'intervento pubblico. LDCOM ha segnatamente proposto, a norma del punto 35 degli orientamenti, di imporre a FT contropartite il cui effetto dovrà essere quello di ripristinare la situazione di mercato che si sarebbe concretizzata nel caso in cui FT fosse stata costretta a modificare autonomamente il suo perimetro di attività. Se l'obiettivo principale che lo Stato si è prefissato è — come sostiene LDCOM — quello di preservare FT quale operatore integrato di telecomunicazioni, i principali mercati interessati sono quello della telefonia mobile e quello della telefonia fissa, sia a monte (interconnessione, accesso DSL) sia a valle (segnatamente vendita al dettaglio di comunicazioni, accesso Internet via DSL). LDCOM ha proposto quindi l'adozione da parte della Commissione di misure di carattere comportamentale tali da limitare la distorsione della concorrenza così prodottasi e tali da consentire a operatori alternativi di disporre delle condizioni delle quali avrebbero dovuto usufruire in assenza di aiuti. LDCOM propone quindi la riduzione delle quote di mercato di FT e delle società da essa controllate sul mercato Internet a banda larga (quota massima del 42 % — in valore — del mercato relativo alla vendita dell'accesso a Internet a banda larga tramite DSL) e sul mercato delle telecomunicazioni vocali (quota massima del 55 % — in valore — del mercato delle comunicazioni locali, vocali e nazionali), oltre a una serie di misure volte a limitare le quote di mercato di FT⁽⁸²⁾. La seconda categoria di misure proposte da LDCOM riguarda l'imposizione di interventi volti a consentire lo sviluppo di concorrenti⁽⁸³⁾.

(118) Nelle osservazioni del 17 maggio 2004 LDCOM ha precisato che le dichiarazioni del ministro dell'Economia e delle finanze costituivano un atto statale unilaterale sanzionabile a norma del diritto internazionale in caso di

mancato rispetto. LDCOM ha inoltre precisato che l'estoppel (divieto di negare una propria precedente dichiarazione a scapito di altri) costituisce un principio generale del diritto commerciale internazionale che si impone allo Stato. LDCOM ha sottolineato in proposito l'incontestabilità dell'applicazione del suddetto principio al caso in esame, tenuto conto che lo Stato francese agisce in qualità di azionista e quindi anche come operatore del commercio internazionale.

(119) LDCOM ha inoltre sottolineato che lo Stato non potrebbe recedere dalle proprie dichiarazioni senza con ciò ledere la propria credibilità finanziaria. Intervendendo 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 il rating delle imprese pubbliche. Questa duplice possibilità di intervento implica una particolare vigilanza, in quanto una qualsivoglia manchevolezza constatata nell'espletamento di uno di questi due ruoli può avere ripercussioni sull'altro ruolo e sul rating (LDCOM si riferisce alla valutazione delle imprese pubbliche da parte di Moody's). LDCOM sottolinea anche che la credibilità dello Stato è fondamentale diversa da quella di cui possono godere altre imprese in situazione analoga, impossibilitate a dare assicurazioni al mercato (v. il caso di Vivendi Universal). La sicurezza che i titoli del debito pubblico francese rappresentano per i mercati finanziari giustifica quindi la fiducia incondizionata accordata dagli investitori alle dichiarazioni dello Stato, giacché quest'ultimo ha sempre rispettato gli impegni assunti. 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 chiamate a svolgere il ruolo di critici estremamente rigorosi in rapporto al rischio proprio di un investimento finanziario. LDCOM sottolinea inoltre che il rating dello Stato raggiunge il valore massimo di Aaa in quanto lo Stato onora i suoi impegni. LDCOM fa notare che un disimpegno dello Stato determinerebbe un abbassamento del suo rating, con conseguente rivalutazione degli interessi sul debito pubblico. Parimenti, il disimpegno nei confronti di un'impresa pubblica potrebbe avere conseguenze sul rating di tutte le altre imprese pubbliche.

4.10. Osservazioni di B

(120) Secondo B, la messa a disposizione di fondi, unita all'impegno pubblico dello Stato a sostenere FT, è assimilabile alla concessione di una garanzia finanziaria tale da assicurare non soltanto i creditori dell'impresa ma l'intero mercato e ciò ha contribuito a migliorare la situazione di FT sui mercati borsistici. B conclude quindi che la misura in esame è stata concessa ricorrendo a risorse pubbliche. Dato che il comportamento dello Stato non può essere considerato quello di un investitore privato in economia di mercato, l'impresa ha usufruito di un vantaggio che non avrebbe ottenuto in normali condizioni di mercato. Nel momento in cui la linea di credito è stata aperta, la situazione finanziaria di FT era tale che nessun investitore avveduto avrebbe effettuato una siffatta operazione. B sostiene, parimenti, che non sia stato rispettato il

principio di concomitanza e precisa che la partecipazione degli investitori privati è stata resa possibile solo a seguito dell'annuncio e della messa a disposizione di un prestito d'azionista di un importo così elevato da andare al di là della capacità di mobilitazione di fondi di un qualsiasi investitore privato. B sottolinea che le misure di sostegno hanno rassicurato gli investitori privati che il rischio di fallimento di FT era scongiurato. B rileva inoltre che l'entità della ricapitalizzazione di FT (di importo compreso tra l'80 e il 100 % del suo valore di borsa) è tale che, in assenza di dichiarazioni di sostegno e di misure di prefinanziamento da parte dello Stato e vista la situazione economica di FT, nessun investitore privato l'avrebbe realizzata.

- (121) B sostiene, infine, che le misure non possono essere considerate compatibili con gli orientamenti. In via subordinata, B ha tuttavia proposto misure di compensazione, in particolare sul mercato della telefonia fissa, sul mercato dell'accesso a Internet e su quello della telefonia mobile. B ha inoltre posto l'accento sui pregiudizi arrecati allo sviluppo della concorrenza sul mercato francese⁽⁸⁴⁾. In merito al mercato della telefonia fissa, B raccomanda, in particolare, la separazione contabile e un'effettiva economia di gestione per quanto riguarda le attività di rete di FT, in modo da evitare la continuazione di pratiche contrarie alla concorrenza. B propone anche che venga imposto a FT l'obbligo di informare gli abbonati del servizio telefonico fisso in merito alla possibilità di scegliere l'operatore per l'instradamento delle chiamate, così da depotenziare «la straordinaria "leva competitiva" derivante dalla sua posizione di quasi monopolio sul mercato dell'accesso alla rete telefonica e sui mercati dell'instradamento delle comunicazioni telefoniche». Quanto al mercato della telefonia mobile, B propone, in particolare, di imporre a Orange l'obbligo di fare agli operatori che desiderino entrare su questo mercato un'offerta quale MVNO (operatore di rete mobile virtuale).

4.11. Osservazioni di Tiscalinnet

- (122) Tiscalinnet fa notare che le dichiarazioni dello Stato formulate a partire dal 2 luglio 2002 indicano al mercato che l'amministrazione controllata di FT è esclusa. 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 circa il proprio sostegno a favore di FT, giacché un investitore avveduto avrebbe optato per la distribuzione di tali dividendi in contanti. Tiscalinnet aggiunge inoltre che — di fronte all'intervento del ministero dell'Economia e delle finanze presso la Caisse des Dépôts et Consignations, titolare del 5 % del capitale sociale dell'operatore storico, finalizzato a far sì che detto istituto congelasse i titoli per renderli meno volatili e rafforzare la fiducia degli investitori — è lecito chiedersi quale investitore privato si sarebbe potuto comportare nello stesso modo. Tiscalinnet sottolinea inoltre che tutte le misure legislative volte a estendere l'oggetto sociale dell'ERAP per consentirgli di detenere azioni di FT⁽⁸⁵⁾, la concessione di una garanzia statale a favore dell'ERAP per permettergli di investire in FT⁽⁸⁶⁾ 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 più in particolare gli obbligazionisti, per rispondere alle successive sollecitazioni del risparmio effettuate successivamente da FT. Questi elementi confermano il fatto che lo Stato si pone quale «prestatore di ultima istanza» nei confronti di FT — operazione questa che un investitore avveduto non avrebbe effettuato. Secondo Tiscalinnet, solo lo Stato francese era in grado di mobilitare risorse così ingenti.

- (123) Tiscalinnet sostiene che la garanzia concessa dallo Stato e la sottoscrizione dell'aumento di capitale che nessun investitore privato avveduto avrebbe effettuato hanno consentito a FT di evitare massicce cessioni di attività, al solo scopo di salvaguardare il proprio perimetro di attività e di usufruire di tassi obbligazionari relativamente bassi in rapporto alla sua effettiva situazione finanziaria.
- (124) Gli aiuti sono incompatibili con gli orientamenti. Tiscalinnet sostiene che non sono soddisfatte le condizioni che autorizzano la concessione di un aiuto alla ristrutturazione, in particolare in quanto il piano *Ambition 2005* non prevede contropartite sufficienti a salvaguardia della concorrenza. Tiscalinnet rileva le distorsioni della concorrenza provocate dal sostegno dello Stato francese sul mercato dell'accesso Internet a banda larga. Sostiene che FT è in grado di investire massicciamente in alcuni elementi della rete, impiegando risorse pubblicitarie, e di ciò beneficia Wanadoo. Inoltre Wanadoo non è stata costretta a cedere attività di rilievo e continua a beneficiare dei proventi delle Pagine gialle e della rete delle agenzie commerciali di FT. Tiscalinnet ha inoltre rilevato che la strategia attuata da FT, in particolare il lancio in data 11 marzo 2004 dell'offerta pubblica mista semplificata di acquisto e scambio relativa alle azioni Wanadoo, ha fatto sì che FT potesse usufruire di un aiuto fiscale del quale non avrebbe goduto senza le misure di sostegno da parte dello Stato. Nella lettera del 5 aprile 2004 Tiscali pone peraltro l'accento sulla strategia anticoncorrenziale attuata in Francia sul mercato DSL grazie all'aiuto iniziale dello Stato francese.

- (125) In subordine, qualora gli aiuti dovessero essere ritenuti compatibili con gli orientamenti, Tiscalinnet propone contropartite soprattutto sul mercato dell'accesso Internet a banda larga, come ad esempio la fissazione di un prezzo minimo per le offerte ADSL al dettaglio praticate da FT alle sue controllate, il divieto di offerte combinate dei servizi di FT e di Wanadoo, il divieto di distribuzione di servizi Wanadoo nelle agenzie commerciali di FT, la cessione delle Pagine gialle e delle controllate estere di Wanadoo.

4.12. Osservazioni di D

- (126) D ha presentato un documento intitolato «Relazione intermedia sulla realizzazione — alla data di giugno 2003 — degli impegni della campagna del presidente Jacques Chirac nei settori dell'industria, dell'energia, delle

poste e telecomunicazioni». In merito a FT, il documento scrive: «Grazie al sostegno deciso dello Stato e alla nomina di Thierry Breton, France Télécom ha ... potuto superare la situazione di assoluta paralisi.».

4.13. Osservazioni di FT

(127) FT ha presentato osservazioni in 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». Di seguito vengono brevemente presentate queste tre relazioni.

(128) La prima relazione analizza il comportamento delle autorità francesi in generale alla luce delle norme applicabili agli aiuti pubblici e in particolare in rapporto al principio dell'investitore avveduto. Le tesi sviluppate in questa relazione, che intende dimostrare che la dichiarazione del 5 dicembre 2002 relativa al prestito d'azionista non incide su risorse dello Stato, sono essenzialmente le seguenti: i) l'annuncio del prestito d'azionista del dicembre 2002, non essendo un impegno irrevocabile (bensì una semplice dichiarazione d'intenti) ed essendo condizionale, non costituisce una garanzia, né tanto meno una garanzia illimitata; ii) la già citata decisione *Crédit Foncier de France* non rappresenta un precedente valido e del resto riguarda una dichiarazione che non è confrontabile con l'annuncio del dicembre 2002. La relazione mira peraltro a dimostrare che FT non era un'impresa in difficoltà finanziarie ai sensi degli orientamenti nel momento in cui lo Stato ha deciso di partecipare alla ricapitalizzazione, annunciando altresì di essere disposto a concedere un prestito d'azionista. La relazione sottolinea che è prassi comune e frequente che l'azionista di maggioranza conceda un prestito come anticipo della propria partecipazione alla ricapitalizzazione.

(129) La seconda relazione mira soprattutto 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. La relazione constata che secondo la tesi della Commissione un annuncio irrevocabile dell'impegno a concedere un prestito, unito alla sua apparente messa a disposizione, è sufficiente a determinare l'impegno delle risorse pubbliche — ricostruzione che corrisponde alla nozione di misura di effetto equivalente a un aiuto di Stato, già respinta dalla Corte di giustizia. 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 orale di un'autorità pubblica può produrre qualsivoglia effetto sulle finanze pubbliche né operare il minimo trasferimento di risorse pubbliche e nel caso concreto si tratta di semplici dichiarazioni ministeriali prive di incidenza negativa sulle finanze pubbliche.

(130) 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 (livello del debito, scadenze del debito, mezzi propri consolidati negativi a seguito di perdite legate a voci non ricorrenti). A questo 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.

(131) L'HSBC descrive anche il quadro della crisi di liquidità a breve, reso più grave da una crisi di fiducia del mercato nei confronti del gruppo. Precisa che, in tali condizioni, razionalmente si imponevano 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 cessioni di attività. Aggiunge che nella fattispecie il piano *Ambition 2005* rappresenta un piano coerente, completo e razionale, in quanto in particolare consente di generare un cash flow di 15 miliardi di euro attraverso un miglioramento operativo e una cessione di attività 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 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.

- (132) La relazione dell'HSBC cita anche 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 %.
- (133) In risposta alla relazione giuridica e alla relazione economica del consulente, FT ha presentato, oltre a una relazione economica ⁽⁸⁷⁾, tre note giuridiche in cui viene criticato il contenuto di queste relazioni.
- (134) Il primo documento rileva che le varie categorie giuridiche di diritto civile, commerciale o amministrativo francese utilizzate dal consulente nell'analizzare le dichiarazioni dello Stato non sono pertinenti per affermare che dichiarazioni ministeriali possano creare diritti a favore di terzi. Il documento rileva, più specificatamente, che nella fattispecie non sussistono le condizioni per invocare la responsabilità dello Stato per il mancato rispetto della sua promessa. Il documento precisa che 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 il documento conclude che in base alla giurisprudenza francese non si può dimostrare che nella fattispecie si sia prodotto un «trasferimento di risorse pubbliche» a seguito della promessa condizionale di un prestito d'azionista. Il documento precisa inoltre che occorre un nesso tra le risorse dello Stato e il vantaggio concesso. Il contenzioso delle promesse ha come unica finalità quella di riparare un pregiudizio eventualmente subito dal destinatario della promessa. L'indennizzo non può procurare alcun vantaggio al destinatario della promessa.
- (135) Il documento conclude che la Corte di giustizia non ha definito in quale misura si possa considerata «attuata» una promessa incondizionata e legalmente vincolante di concedere un aiuto.
- (136) Il secondo documento sottolinea che la Commissione dovrebbe formalmente estendere il procedimento alle misure analizzate dagli esperti da essa nominati poiché tali misure non erano contemplate nella decisione di avvio del procedimento. Il documento precisa del resto che «dichiarazioni unilaterali, rese da un'autorità statale in qualità di azionista di maggioranza, devono — nel diritto francese e nel diritto comunitario — soddisfare vari criteri per poter essere considerate un impegno irrevocabile, chiaro e incondizionato e poter essere definite aiuto statale». Su questo punto il testo conclude che è di tutta evidenza che le varie dichiarazioni su cui si sono soffermati gli esperti non soddisfano tali condizioni. Secondo Ehlermann, la conseguenza dell'analisi proposta dagli esperti sarebbe quella di «imbavagliare qualsiasi autorità pubblica, laddove essa sia azionista di maggioranza di una società, imponendole l'obbligo di informare preventivamente la Commissione in merito a qualsiasi dichiarazione pubblica relativa alle proprie azioni, intenzioni od opinioni di azionista di maggioranza all'interno della società controllata o a favore della medesima». Secondo l'analisi degli esperti si produrrebbe anche «un arricchimento senza causa della medesima autorità che, in ragione del mancato rispetto di un obbligo al silenzio, beneficerebbe di un provvedimento di recupero di fondi da essa in nessun modo mobilitati. Lo Stato riceverebbe così dall'impresa, che non ha il controllo delle dichiarazioni degli azionisti, un compenso per la violazione di questo presunto 'obbligo al silenzio'. Il calcolo dell'aiuto, così come effettuato dagli esperti, è viziato — oltre che da errori materiali e da carenze d'ordine economico constatati dall'HSBC — da errori basilari di diritto che lo invalidano e lo rendono inutilizzabile da parte della Commissione.» L'autore del documento contesta, segnatamente, la quantificazione dell'aiuto contenuta nella relazione dell'esperto e precisa, in particolare, che per quantificare l'aiuto si deve prendere in considerazione unicamente il costo netto rappresentato per Stato dall'intervento a favore dell'impresa.
- (137) Secondo il terzo documento presentato da FT, lo Stato non ha messo alcuna linea di credito a disposizione di FT tramite l'ERAP. Il documento precisa inoltre che nel diritto interno le dichiarazioni non impegnano lo Stato sul piano giuridico, né nei confronti di FT né nei confronti dei terzi; sottolinea che le dichiarazioni non costituiscono un atto giuridico ai sensi del diritto comune, né un atto che crea diritto a norma del diritto pubblico. Lo Stato non può impegnarsi senza un atto che crea diritto, adottato nel rispetto delle norme di competenza (nella fattispecie si tratta di una dichiarazione di intenti priva di attuazione concreta) e della procedura di bilancio. Il documento sostiene inoltre che la responsabilità dello Stato non è impegnata e che, in ogni caso, l'obbligo di risarcire derivante da fatto illecito non costituisce un aiuto di Stato in quanto «in caso di condanna dello Stato al risarcimento, il trasferimento di risorse non deriva dal fatto giuridico in sé, ma dal sorgere della responsabilità dello Stato a seguito di questo fatto. E il beneficiario del trasferimento di risorse pubbliche non è l'impresa interessata, ma la vittima che ha subito il danno.» L'autore del documento precisa altresì che è impossibile notificare un fatto giuridico, mentre qualsiasi misura di aiuto deve essere notificata alla Commissione conformemente a quanto previsto dal trattato.
- (138) L'allegato del documento, che è dedicato più specificatamente al quadro nel quale sono state formulate le dichiarazioni, 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. Va ricordato che all'epoca esistevano divergenze all'interno del governo e il

ministro dell'Economia e delle finanze non rappresentava il punto di vista del governo. L'autore precisa che l'esperto non fornisce alcuna dimostrazione giuridica o fattuale della volontà dello Stato di impegnarsi. Da uno studio dei fatti emerge che non esisteva alcun intendimento da parte dei responsabili, i quali avevano idee vaghe circa la soluzione da dare al problema, e risulta che gli operatori non si erano mai detti convinti del fatto che lo Stato si fosse impegnato a favore di una soluzione o di un'altra.

(139) La relazione economica presentata da FT sottolinea, dal canto suo, che il campo di analisi della relazione del consulente è estremamente riduttivo «in quanto analizza principalmente gli effetti della dichiarazione del 12 luglio 2002 e utilizza una metodologia particolare, nota come event study». La relazione precisa inoltre che la metodologia utilizzata dall'agenzia NERA si fonda su «un'impostazione altamente teorica che si fonda sull'ipotesi che i mercati siano efficienti e in grado di misurare gli effetti di un avvenimento mediante una quantificazione delle variazioni delle quotazioni di borsa contestuali all'avvenimento. Questa impostazione eccessivamente teorica non corrisponderebbe alla situazione reale di un azionista di riferimento.» La relazione economica sottolinea inoltre che la relazione NERA è «confusa per quanto riguarda gli utili, le fonti di utile e i costi per FT e i suoi azionisti».

(140) La relazione afferma infine che le conclusioni del consulente sono errate per i motivi seguenti.

- «L'analisi della situazione del gruppo FT al momento dell'annuncio dei risultati del primo semestre 2002 mostra che i) il gruppo ha uno squilibrio di bilancio e un problema di liquidità a breve termine, ma che ii) 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.»

4.14. Osservazioni dell'ECTA

(141) L'ECTA ritiene che costituiscano un aiuto di Stato le seguenti misure: i) le dichiarazioni ministeriali di luglio e ottobre 2002 con le quali il mercato veniva informato che lo Stato non avrebbe lasciato FT in difficoltà finanziarie; ii) l'accettazione da parte dello Stato di dividendi sotto forma di azioni e non in contanti per il 2001; iii) 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; iv) la concessione di una garanzia statale a favore dell'ERAP che ha consentito a quest'ultimo di raccogliere finanziamenti sui mercati a un tasso del 3,375 % invece del 10,4-10,9 % applicabile a un'impresa con un rating di «junk bond»; v) il trasferimento apparente dei dipendenti di FT all'ERAP, anche se gli stessi continuano in realtà a lavorare per FT.

(142) L'aiuto concesso a FT ha consentito all'impresa di proseguire una politica commerciale e pubblicitaria aggressiva, come pure di conservare il suo status di operatore integrato e 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, come British Telecom e KPN, che sono stati costretti a cedere attività strategiche per ridurre il proprio indebitamento.

(143) L'ECTA considera che le misure citate al considerando 141 costituiscano aiuti illegali e non siano, in particolare, giustificate a norma degli orientamenti, considerato che non è soddisfatto nessuno dei criteri da essi previsti. In via subordinata, l'ECTA precisa che le eventuali contropartite che la Commissione decidesse di adottare dovrebbero essere significative. A livello di misure strutturali, l'ECTA precisa che senza l'aiuto pubblico FT avrebbe dovuto cedere Orange e Wanadoo. Per quanto riguarda le misure di carattere comportamentale, l'ECTA propone una riduzione delle quote di mercato di FT, Equant, Orange e Wanadoo, pur sottolineando la maggiore difficoltà di realizzazione che presentano questi interventi rispetto alle misure strutturali.

5. OSSERVAZIONI DELLA FRANCIA

5.1. Riassunto dei fatti

(144) Le autorità francesi hanno anzitutto ricordato di essersi comportate sin dall'inizio conformemente al principio dell'investitore privato avveduto. È così che, 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 sua decisione di partecipare al rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa per un importo di 9 miliardi di euro ed 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.

- (145) Le autorità francesi hanno poi precisato che l'importo totale del finanziamento risultante dalle emissioni obbligazionarie è stato di circa 9 miliardi di euro, vale a dire pari all'importo massimo del previsto prestito d'azionista. Le autorità francesi hanno aggiunto che il successo delle emissioni obbligazionarie dimostrava sia la capacità di FT di accedere ai mercati finanziari a buone condizioni sia la fiducia del mercato nelle misure operative previste dal piano TOP e nella capacità del nuovo dirigente di attuare tale piano. Le autorità francesi hanno anche evidenziato che l'aumento di capitale era stato varato appena ciò era divenuto tecnicamente possibile, il 24 marzo 2003, e che tale aumento di capitale era stato un successo.
- (146) Nel corso della riunione tra le autorità francesi e la Commissione il 22 gennaio 2004, le autorità francesi hanno sottolineato che, a loro parere, la ricapitalizzazione rispettava il principio dell'investitore avveduto e che di conseguenza i provvedimenti finanziari adottati dallo Stato a favore di FT non contenevano nessun elemento di aiuto pubblico. Le autorità francesi hanno sostenuto che il principio dell'investitore avveduto si risolve nella necessità, prima di agire, di nominare un nuovo dirigente, di effettuare un audit e di preparare un piano credibile. La cronologia dei fatti, quale illustrata dalle autorità francesi, basterebbe a dimostrare l'accortezza del comportamento dello Stato. Sulla base di questi elementi, le autorità francesi sottolineano di aver poi controllato la situazione (in particolare il prezzo d'emissione).

5.2. Situazione finanziaria dell'impresa

- (147) Le autorità francesi sostengono che, nel momento in cui fu presa la decisione di investire, FT non era un'impresa in difficoltà ai sensi degli orientamenti. Infatti, da un canto, il fatturato dell'impresa era in crescita regolare (aumento del 10 % tra il primo semestre 2001 ed il primo semestre 2002) e, dall'altro, il margine operativo lordo era ampio e cresceva più rapidamente del fatturato. In tale contesto, 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 ed ammortamenti straordinari connessi con il deprezzamento di attivi acquisiti prima dell'inversione di tendenza, del tutto imprevedibile, dei mercati. 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. D'altra parte, il risultato ed 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 dei conti 2002, che hanno

mostrato la dinamica virtuosa avviata nell'impresa dai nuovi dirigenti.

- (148) 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 l'indicatore pertinente è, a norma dell'articolo L225-248 del Code de commerce, il capitale sociale di FT SA, il quale è sempre restato positivo e non è mai stato diminuito di metà. Le autorità francesi sottolineano che, pertanto, FT non si trovava nella situazione contemplata dagli orientamenti, vale a dire nella situazione in cui il patrimonio netto è inferiore al capitale sociale.
- (149) 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, nell'ipotesi in cui 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 per il 31 dicembre 2003 e avrebbe potuto iniziare il 2003 senza ricorrere al mercato finanziario. Durante la riunione del 22 gennaio 2004, le autorità francesi hanno precisato che l'impresa aveva fatto ricorso al credito consorziale, meno oneroso del mercato obbligazionario, e beneficiava di una disponibilità su tale credito di 4 miliardi di euro.
- (150) Le autorità francesi hanno in particolare osservato che FT aveva accesso ai mercati finanziari durante il 2002 e hanno descritto tutti gli strumenti di finanziamento a disposizione di FT tra l'11 luglio 2002 e il 15 gennaio 2003⁽⁸⁸⁾. Tra l'altro hanno ricordato che il 14 febbraio 2002 FT aveva negoziato con il consorzio bancario l'apertura d'una linea di credito di 15 miliardi di euro e che FT aveva realizzato emissioni obbligazionarie durante il 2002⁽⁸⁹⁾, di cui 442,2 milioni di euro costituiti da obbligazioni rimborsabili mediante azioni.
- (151) 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.
- (152) 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 da parte dell'azionista di maggioranza. Le autorità francesi hanno in proposito ricordato che la banca [...] (*) e la banca [...], 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.
- (153) Quanto alla dichiarazione dell'ex dirigente di FT secondo cui quest'ultima non aveva più accesso al mercato⁽⁹⁰⁾, le autorità francesi hanno fatto osservare che, tenuto conto delle circostanze, tale parere era necessariamente soggettivo.

5.3. Diligenza dello Stato azionista

(154) Per quanto riguarda la mancanza di diligenza dello Stato azionista relativamente alla condotta pregressa dell'impresa, le autorità francesi hanno sostenuto che l'argomento secondo cui un investitore avveduto non si sarebbe trovato nella situazione dello Stato francese non sembra pertinente giacché, conformemente ad una giurisprudenza consolidata, la Commissione deve svolgere la sua analisi con riferimento al momento in cui viene adottata la decisione di investire, a meno di dimostrare che il comportamento passato dello Stato cela elementi di aiuto pubblico, ipotesi che non è stata avanzata nella fattispecie. In ogni caso, anche se l'obbligo giuridico di una detenzione maggioritaria del capitale da parte dello Stato ha svantaggiato FT, la Commissione non può contestare la scelta delle autorità francesi di mantenere l'impresa nel settore pubblico senza violare il principio di neutralità sancito dal trattato. Le autorità francesi fanno anche osservare che sono intervenute non appena hanno avuto notizia delle difficoltà finanziarie incontrate dall'impresa. Nelle osservazioni del 29 luglio 2003, le autorità francesi hanno insistito sul fatto che, secondo la giurisprudenza Stardust⁽⁹¹⁾, occorre porsi nel contesto dell'epoca in cui sono state adottate le misure di sostegno finanziario e che ciò «[...] esclud[eva] automaticamente il periodo precedente il luglio 2002». Esse hanno inoltre sottolineato che la distribuzione dei dividendi 2001 sotto forma di azioni era conforme al principio dell'investitore privato avveduto perché allora era assai probabile che vi sarebbe stato un aumento del corso dell'azione.

5.4. Razionalità del piano TOP

(155) Le autorità francesi hanno sottolineato che, tenuto conto di quanto sopra, l'aumento del cash flow ed 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. Pertanto, visto che i fondamentali dell'impresa erano sani, la situazione di FT non può essere comparata a quella di imprese come Vivendi Universal o Crédit Lyonnais.

(156) Quanto alla razionalità del piano TOP, le autorità francesi precisano che esso costituisce un considerevole sforzo dell'impresa. Le autorità francesi sottolineano che si tratta di un piano globale di riorientamento della gestione, fondato su azioni concrete, che ha già prodotto risultati positivi. Al riguardo, esse fanno osservare che si tratta di un piano estremamente preciso, il quale 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, vale a dire con un rendimento nettamente superiore al ROI di riferimento (11 %) atteso da un investitore privato nel settore delle telecomunicazioni. Il piano TOP prevede anche l'ottimizzazione della gestione del personale. Quanto al piano di cessioni, le autorità francesi precisano che la cessione degli attivi alla fine del 2002 permetteva di rinviare alla fine del 2003 l'eventuale limitazione di

liquidità anche senza fare ricorso ai mercati finanziari. Inoltre, una cessione di attivi strategici sarebbe stata contraria agli interessi di FT e dei suoi azionisti a medio/ lungo termine.

(157) 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 dell'impresa.

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

(158) Quanto all'applicazione del 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.

(159) Per quanto riguarda il rispetto del principio di concomitanza, le autorità francesi sottolineano che lo Stato azionista, da un canto, aveva adottato sin dall'inizio tutte le misure atte a garantire la partecipazione concomitante degli azionisti pubblici e privati e, dall'altro, non aveva preso alcun rischio prima degli investitori privati. Così, l'annuncio dell'intenzione dello Stato di partecipare al rafforzamento del patrimonio netto risale al 12 settembre 2002⁽⁹²⁾ 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 hanno sottolineato che questa condizione era normale tenuto conto della situazione finanziaria squilibrata di FT ed hanno precisato che anche la partecipazione dello Stato era condizionata all'annuncio di un piano giudicato credibile dal mercato. Le autorità francesi hanno precisato che, se gli investitori privati non si fossero resi garanti, lo Stato non avrebbe fatto tale annuncio.

(160) 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 riscadenamento 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.

(161) Le autorità francesi sostengono che la ricapitalizzazione del 24 marzo 2003 rispetta il principio di concomitanza. Per quanto riguarda lo Stato, quest'ultimo non ha proceduto ad alcun conferimento di capitale prima dell'azionariato privato: come risulta dal punto 5.6, il prestito d'azionista non prevedeva nessun impegno di ricapitalizzazione incondizionato dello Stato prima del marzo 2003. È così che l'impegno assunto dalle banche nel settembre 2002, ricordato nel considerando 159, è stato confermato dalla garanzia formale del consorzio bancario nel marzo 2003 e ha consentito allo Stato di non correre alcun rischio quanto alla partecipazione degli investitori privati all'aumento di capitale. Le autorità francesi sottolineano che, conformemente alla giurisprudenza Alitalia⁽⁹³⁾, 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 %, cosa che la Corte di giustizia ha ritenuto conforme al principio di concomitanza. Il consorzio bancario di garanzia è stato selezionato in esito ad una gara d'appalto, cosa che ha garantito che la remunerazione delle banche corrispondesse a condizioni di mercato ottimizzate, in particolare per quanto riguarda la commissione versata alle banche. Le autorità francesi rilevano inoltre che le commissioni versate nella fattispecie ([...] % dell'importo totale garantito) sono conformi alle indicazioni che figurano nella decisione Alitalia del 19 giugno 2002⁽⁹⁴⁾.

(162) 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. Inoltre, le autorità francesi sostengono che, quando è stata presa la decisione di investire, FT non era un'impresa in difficoltà ai sensi degli orientamenti e che l'impresa aveva accesso ai mercati finanziari nel secondo semestre 2002.

(163) Le autorità francesi hanno sottolineato che l'aumento di capitale è stato realizzato non appena è stato tecnicamente possibile presentare allo Stato ed agli investitori dati atualizzati sulle prospettive operative dell'impresa, cosa che mostra la scelta, da parte dello Stato, di investitori di qualità motivati da prospettive di rendimento a lungo termine. Le autorità francesi precisano che i vincoli di calendario erano vincoli tecnici propri di FT, indipendenti da eventuali condizioni favorevoli del mercato borsistico.

(164) Le autorità francesi rilevano che l'operazione è stata un successo e che l'importo fisso garantito è risultato superiore a cinque volte l'importo della sollecitazione del pubblico risparmio.

(165) Le autorità francesi hanno aggiunto che l'importo della ricapitalizzazione non era un elemento pertinente e che contava soltanto stabilire se l'operazione fosse razionale.

Ad ogni modo, nella fattispecie l'importo non era eccessivo rispetto, in particolare, all'aumento di capitale di KPN.

(166) Per concludere sul punto, le autorità francesi sottolineano che l'aumento di capitale sembra già (le osservazioni delle autorità francesi sono del luglio 2003) essere un investimento accorto, in quanto il corso dell'azione di FT è aumentato quasi del 50 % rispetto al corso dell'aumento di capitale.

(167) Quanto al rimborso del prestito dell'ERAP da parte dello Stato, annunciato dal ministro del Bilancio nel dicembre 2002, esso riguarda soltanto le modalità dell'investimento da parte dello Stato e non incide sulle relazioni tra lo Stato, gli azionisti e l'impresa.

5.6. Il prestito d'azionista

(168) Le autorità francesi sostengono che il progetto di prestito non è mai stato firmato da FT, da un canto, a causa dell'onerosità delle condizioni finanziarie proposte a FT e, dall'altro, a causa 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 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 ed indica soltanto una «eventuale»⁽⁹⁵⁾ messa a disposizione di un prestito d'azionista.

(169) Le autorità francesi hanno anche osservato che in ogni caso il progetto d'annuncio non aveva conferito alcun vantaggio a FT.

(170) Esse precisano al riguardo che il prestito, non essendo entrato in vigore, non è stato utilizzato dall'impresa e non ha dunque potuto ritardare l'ammanto di liquidità della stessa. Le autorità francesi sostengono che l'annuncio del prestito non costituisce una garanzia. Infatti, il diritto francese non riconosce le garanzie implicite: ogni garanzia accordata dallo Stato deve essere ratificata da una legge. È errato assimilare ad una garanzia l'annuncio di un eventuale prestito dello Stato. Le autorità francesi insistono peraltro sul fatto 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 ad una garanzia accordata a vantaggio di FT. Per quanto riguarda l'ERAP, le autorità francesi precisano che esso aveva svolto un ruolo completamente neutrale e che era intervenuto soltanto per ragioni di bilancio.

(171) Allo stesso modo, l'annuncio da parte dello Stato di un progetto di prestito non ha potuto facilitare a FT l'accesso 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 hanno precisato che non era possibile comparare l'annuncio, da parte dello Stato, del possibile anticipo della sua partecipazione al rafforzamento del patrimonio netto con la garanzia di cui alla precitata decisione *Crédit Foncier de France*, perché il prestito previsto nella fattispecie, essendo ipotetico e rigorosamente limitato nella durata e nell'importo, non poteva bastare, tenuto conto delle scadenze debitorie dell'impresa, a risolvere i problemi finanziari di quest'ultima. In terzo luogo, le autorità francesi sottolineano che, pertanto, le emissioni obbligazionarie sono state determinate soltanto dalla percezione che aveva il mercato della capacità di FT di onorare da sola i suoi impegni, senza garanzia statale. Ciò è attestato dagli spread, i quali sono coerenti con il rating di FT e, dunque, sensibilmente superiori a quelli degli altri operatori. La fiducia di cui ha dato prova il mercato 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*.

(172) 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 ad un aumento di capitale era stata presa e che le relative condizioni risultavano soddisfatte (piano e dirigenti credibili, sindacato di garanzia), 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 era fondata 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 sottolineano 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.

(173) Quanto alla remunerazione dell'eventuale prestito, le autorità francesi hanno sottolineato che essa era conforme al mercato e che era stata maggiorata di penalità per tener 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 hanno anche segnalato che il rimborso della somma mediante azioni esisteva effettivamente e riguardava il numerario.

(174) Le autorità francesi hanno precisato che, secondo la giurisprudenza *Alitalia*, la Commissione non deve comparare la strategia scelta dall'azionista pubblico con soluzioni alternative che avrebbero comportato rischi inferiori, bensì deve valutare se, in condizioni simili, un investitore privato avrebbe potuto adottare tale strategia.

5.7. Annunci dello Stato

(175) Nelle osservazioni del 29 luglio 2003, le autorità francesi sottolineano il contesto nel quale devono essere analizzate le dichiarazioni dello Stato in qualità d'azionista avveduto e non di potere pubblico. Così, tra il settembre e il dicembre 2002, lo Stato ha dato impulso a un cambiamento di gestione, il cui elemento determinante è stato la sostituzione del dirigente dell'impresa, ed 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 (si veda sopra la descrizione dettagliata dell'intervento dello Stato). Secondo le autorità francesi, queste misure operative hanno avuto un impatto finanziario decisivo ed hanno generato l'accoglienza assai favorevole dei mercati finanziari e il recupero del titolo FT.

(176) Le autorità francesi sottolineano che lo Stato non ha mai affermato o lasciato intendere che avrebbe sostenuto FT in modo incondizionato ed illimitato. Esse aggiungono che «lo Stato ha [...] sottolineato fin dall'estate [le autorità francesi si riferiscono alla dichiarazione del ministro dell'Economia del 12 luglio] 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»⁽⁹⁶⁾. Queste dichiarazioni, le quali non sarebbero diverse dalle modalità che sceglierebbe un investitore privato, escludono de facto qualunque sostegno incondizionato ed 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»⁽⁹⁷⁾. 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)»⁽⁹⁸⁾.

(177) 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 rispetto alla partecipazione dello Stato.

(178) Le autorità francesi hanno precisato che in ogni caso non era possibile «dedurre dal carattere impreciso delle dichiarazioni riguardanti FT fatte dallo Stato tra luglio e ottobre 2002 — proprio quando lo Stato aveva affermato che avrebbe agito come investitore avveduto — una qualche intenzione dello Stato, e tanto meno un impegno ad adottare misure incompatibili con le norme comunitarie in materia di aiuti pubblici. Infatti, la violazione delle norme del trattato non può essere presunta e non può derivare da vaghe dichiarazioni preliminari all'adozione di una decisione e non accompagnate da alcuna misura che le concreti»⁽⁹⁹⁾.

(179) Le autorità francesi hanno anche sostenuto che «le 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 ad 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 ad una promessa di 'garanzia illimitata' 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»⁽¹⁰⁰⁾.

5.8. Evoluzione del corso dell'azione e dello spread di FT

(180) Le autorità francesi sostengono che solo le misure operative hanno avuto un impatto sul corso di borsa di FT. Così, 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, foriera di una nuova gestione operativa, e 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. Ad avviso delle autorità francesi, non si può ritenere che la partecipazione dello Stato ad un rafforzamento del patrimonio netto e ad un eventuale prestito d'azionista sia all'origine del rialzo del corso dell'azione, in quanto la stampa aveva riferito di tali misure prima del 5 dicembre 2002. 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, fino a quando non vi sono state misure operative, l'evoluzione del corso è rimasta fluttuante a causa dell'incertezza del mercato quanto alla situazione dell'impresa e, in particolare, quanto al rischio Mobilcom. Le autorità francesi sottolineano che questa percezione ha comportato una caduta del corso in borsa, che ha toccato il punto più basso il 30 settembre 2002, 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.

(181) Quanto all'evoluzione dello spread di FT, le autorità francesi precisano che essa non può servire da argomento per tentare di mettere in evidenza un presunto sostegno all'impresa connesso con le dichiarazioni di luglio. Infatti, un'analisi comparativa degli spread di FT e di Deutsche Telekom a partire dal gennaio 2002 mostra una certa similarità per tutto il periodo: lo spread di FT si è abbassato nel luglio 2002, il che dipende dalla valutazione del rischio nel settore delle telecomunicazioni a prescindere dalle dichiarazioni dello Stato. Inoltre, lo spread è aumentato nel dicembre 2002, successivamente all'annuncio da parte dello Stato delle misure operative che prevedeva di adottare. Le autorità francesi hanno concluso che l'evoluzione dello spread di FT è legata all'evoluzione del settore delle telecomunicazioni senza che le dichiarazioni dello Stato siano state determinanti.

(182) In risposta alla relazione giuridica e alla relazione economica del consulente, inviate rispettivamente il 9 e il 10 giugno 2003, le autorità francesi hanno sostenuto che le opinioni espresse dal ministro dell'Economia e delle finanze in un'intervista pubblicata da «Les Echos» il 12 luglio 2002 non rientrano nell'ambito del procedimento d'indagine avviato dalla Commissione il 30 gennaio 2003. La Commissione non potrebbe più estendere il procedimento a tali opinioni perché il termine di 18 mesi di cui all'articolo 7, paragrafo 6, del regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio del 22 marzo 1999 recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE⁽¹⁰¹⁾ sarebbe quasi scaduto. In ogni caso, le autorità francesi si sono riservate il diritto di presentare alla Commissione perizie complementari sulla relazione del consulente.

(183) Quanto alla relazione giuridica, le autorità francesi hanno presentato le osservazioni seguenti:

- Esse rilevano «anzitutto che 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 l'esistenza di una garanzia accordata dallo Stato a France Télécom».
- «Esse ribadiscono ... che 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, a 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 illimitata" non trovano nessun fondamento nel diritto comunitario». Conformemente alla giurisprudenza Compagnie nationale Air France⁽¹⁰²⁾, le dichiarazioni incriminate non possono costituire un impegno definitivo e incondizionato dello Stato. Parimenti, «la soluzione adottata

nel caso del Crédit foncier de France — ammesso che sia conforme alla giurisprudenza comunitaria, cosa che non è certa in quanto la decisione non è stata oggetto di ricorso — si riferisce a circostanze radicalmente diverse». «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». «I tentativi di far rientrare le opinioni espresse dal ministro il 12 luglio 2002 nelle categorie giuridiche del diritto nazionale (in particolare del diritto societario e amministrativo) non permettono neanche essi di dimostrare l'esistenza di una garanzia a vantaggio di France Télécom». Per quanto riguarda la 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 completamente fuori di luogo nella fattispecie. «Quanto all'articolo L.465-1 del Code monétaire et financier, le AF [autorità francesi] hanno sottolineato che "anche ammettendo che lo si possa applicare allo Stato, esso non vieterebbe a quest'ultimo di cambiare le sue intenzioni, ma soltanto di dichiarare un'intenzione falsa o ingannevole fin dall'inizio, cosa che chiaramente non è accaduta nella fattispecie in quanto le opinioni di cui si tratta rispecchiano soltanto il fatto che l'azionista, alla luce delle informazioni di cui disponeva allora, non aveva ancora adottato nessuna decisione". Per quanto riguarda il diritto amministrativo, le autorità francesi sostengono che «[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. Dall'altro, le opinioni assai generali espresse dal

ministro non possono certo far sorgere la responsabilità dello Stato, e ciò sia che si adduca la loro mancata attuazione — ipotesi della promessa non mantenuta — sia che si adduca, al contrario, la loro attuazione — ipotesi della promessa illegittima».

- «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». «Orbene, per poter applicare il criterio dell'investitore avveduto, la Commissione deve disporre di tutti gli elementi d'informazione necessari sulle modalità concrete della misura esaminata».
- «L'adozione da parte della Commissione delle tesi del consulente giuridico avrebbe d'altra parte effetti discriminatori e contrari al principio della certezza del diritto. In particolare, il ragionamento del consulente avrebbe conseguenze procedurali assurde in quanto comporterebbe l'obbligo per ciascuno Stato membro di notificare alla Commissione qualunque progetto di intervista o di dichiarazione pubblica riguardante un'impresa di cui esso sia l'azionista di riferimento». Inoltre, questa tesi introdurrebbe una discriminazione ingiustificata tra le istituzioni comunitarie e gli Stati membri. «Orbene, in diritto comunitario vige il principio secondo cui nessuno può far valere nemmeno le promesse di un'istituzione comunitaria in mancanza di "assicurazioni precise, incondizionate e concordate fornite da fonti autorizzate ed affidabili dell'amministrazione"»⁽¹⁰³⁾.
- «A tale riguardo e più fondamentalmente, l'approccio adottato dal consulente giuridico è atto a violare il principio di neutralità sancito dall'articolo 295 del trattato CE e renderebbe impossibile l'applicazione del criterio dell'investitore avveduto. Se il ragionamento del consulente fosse portato alle sue estreme conseguenze, ogni intervento pubblico di uno Stato relativo ad un'impresa pubblica costituirebbe un aiuto e, pertanto, si dovrebbe sempre presumere che uno Stato agisca come potere pubblico e non come azionista dell'impresa».

(184) Quanto alla relazione economica, le autorità francesi hanno presentato le osservazioni seguenti:

- «Le conclusioni del consulente economico non hanno alcuna validità propria in quanto sono esclusivamente

fondate sul postulato erroneo (stabilito dalla relazione giuridica) secondo il quale France Télécom avrebbe ricevuto una 'garanzia illimitata' dello Stato».

- «Inoltre ... la relazione economica non dimostra in alcun modo che l'impresa avrebbe beneficiato di un qualche vantaggio rispetto ai concorrenti».
- «La metodologia microeconomica dell'event study utilizzata dal consulente economico è assai discutibile, in particolare per quanto riguarda l'uso dell'evoluzione a brevissimo termine del corso di borsa come sola misura dell'evoluzione del valore di un'impresa, in contrasto con gli usi riconosciuti in materia (anche dal giudice comunitario⁽¹⁰⁴⁾) e in un momento in cui gli errori manifesti recentemente commessi dai mercati nella determinazione del valore di operatori delle telecomunicazioni richiederebbero perlomeno grande cautela. Inoltre, il consulente economico ignora completamente le specificità della situazione del titolo France Télécom all'epoca considerata, a esempio il suo livello storicamente elevato di volatilità, specificità che rendono chiaramente inapplicabile questa metodologia nel caso di specie».
- «Nella fattispecie, il metodo dell'event study risulta tanto più inadeguato in quanto il titolo non ha conosciuto un'evoluzione univoca nel periodo considerato, bensì una rapida successione di forti aumenti e ribassi, segno della moltitudine di fattori contrastanti atti a influenzare l'andamento della quotazione in borsa nel periodo osservato, sicché il consulente non può fondatamente condurre le sue analisi sulla base di un solo fattore (l'intervista al ministro del 12 luglio 2002), ignorando tutti gli altri fattori (anche perché nulla consente di affermare che gli operatori del mercato abbiano ritenuto che l'intervista fosse un elemento importante per gli investitori nel luglio 2002)». «A esempio, in quel periodo i mercati hanno ricevuto informazioni relative alla situazione dell'impresa stessa (tra l'altro, sul rischio connesso con Mobilcom)».
- «Per di più, i calcoli del consulente sono sostanzialmente determinati dalla scelta di ipotesi metodologiche (in particolare la finestra d'osservazione e il periodo di stima) adottate senza una motivazione solida e in modo ampiamente arbitrario, sicché i risultati presentati dal consulente sono privi di qualunque valore probante». «L'importo calcolato dal consulente economico è essenzialmente connesso con l'uso di un trend di riferimento del titolo France Télécom che non ha nessun rapporto con il fatto esaminato nello studio (le opinioni espresse dal ministro il 12 luglio 2002)». «Inoltre, le deduzioni del consulente sono contraddette da elementi semplici

e innegabili come l'osservazione che, nel periodo considerato, le azioni ed obbligazioni di France Télécom hanno avuto un andamento del tutto analogo a quello dei titoli dell'impresa ad essa più simile, Deutsche Telekom». La relazione del consulente sarebbe del resto criticabile per «l'ingiustificata eterogeneità del metodo di ricostruzione dell'andamento "normale"» delle azioni e delle obbligazioni, nonché per il fatto che il consulente non ha preso le dovute precauzioni nell'evidenziare una tendenza «normale» dell'evoluzione del debito di mercato a partire da alcune linee obbligazionarie assai poco liquide o nell'estendere il valore di mercato di alcune obbligazioni alla totalità del debito. Occorre del pari sottolineare l'estrema fragilità del calcolo teorico effettuato dal consulente per stimare, sulla base dei Credit Default Swap (CDS), il costo della presunta garanzia accordata dallo Stato a France Télécom. Infatti, tale calcolo non tiene conto della singolarità dei CDS nel periodo studiato, singolarità che spiega l'eccessiva reattività dei CDS (in particolare rispetto agli spread obbligazionari) ed esclude che essi possano essere uno strumento di misura valido nel periodo considerato.

- «D'altronde, le conclusioni del consulente economico quanto all'esistenza di un presunto aiuto concesso a France Télécom si basano su errori di ragionamento e discendono da una confusione tra il presunto aumento del valore di mercato teorico dell'impresa, il vantaggio derivante da tale aumento per gli azionisti e i creditori e la concessione di un presunto vantaggio all'impresa». «Il consulente prende le mosse dal postulato secondo cui un aiuto pubblico aumenterebbe il valore dell'impresa beneficiaria ... [quando] non può essere ignorato che gli operatori sono oggi pienamente consapevoli dei rischi che la concessione di un aiuto incompatibile farebbe correre ad un'impresa ... Di conseguenza ... la concessione di un aiuto, se fosse percepita come illegittima dai mercati, potrebbe comportare ... una diminuzione del corso dei titoli dell'impresa e, dunque, del valore dell'impresa stessa».
- «Tali conclusioni, che si basano esclusivamente su un'analisi a posteriori della presunta 'garanzia' accordata dallo Stato a France Télécom, sono inoltre inconciliabili con il criterio dell'investitore, il quale impone una valutazione ex ante».
- «Infine e per di più, la relazione economica rileva, se ve ne fosse ancora bisogno, che France Télécom 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, confermando in tal

modo l'assenza di qualsiasi elemento di aiuto nei provvedimenti finanziari oggetto dell'indagine della Commissione».

6. OGGETTO DELLA PRESENTE DECISIONE

- (185) Il 4 dicembre 2002, la Commissione ha ricevuto la notifica di un progetto di prestito d'azionista che la Francia intendeva attuare a favore di FT come anticipo della sua partecipazione ad una futura operazione di aumento del capitale dell'impresa nel quadro di un piano di risanamento denominato *Ambition 2005*. Il contenuto della notifica è descritto nella decisione di avvio del procedimento. Per stabilire se le misure di quibus siano conformi al trattato, la Commissione ha esaminato i fatti connessi con la notifica di tale progetto, tra i quali rientrano le dichiarazioni fatte dal governo tra luglio e dicembre 2002⁽¹⁰⁵⁾ (v. sezione 5). Effettuando questo esame, la Commissione ha concluso che le misure notificate non possono essere analizzate senza tener conto delle dichiarazioni governative tra luglio e dicembre 2002. Infatti, con queste dichiarazioni lo Stato ha manifestato la volontà di adottare le misure adeguate per risolvere le difficoltà finanziarie di FT. Pertanto, il progetto di prestito costituisce la materializzazione delle intenzioni precedentemente espresse dallo Stato. In effetti, da un punto di vista materiale, non vi è nessuna ragione giuridica di limitare l'esame dei fatti pertinenti alle sole circostanze cui lo Stato membro ha deciso di fare riferimento nella notifica. Il concetto di aiuto è un concetto obiettivo e fondato sulla realtà economica. Ne consegue che la Commissione, se è al corrente di fatti anteriori che sono obiettivamente pertinenti, deve includerli nella sua analisi.
- (186) Nel caso di specie, la Commissione rileva che le misure del dicembre 2002, oggetto della notifica, erano state precedute da varie dichiarazioni e provvedimenti delle autorità francesi sin dal mese di luglio. Da un lato, tali dichiarazioni e provvedimenti permettono di comprendere meglio le ragioni e la portata delle misure di dicembre. Dall'altro, queste dichiarazioni e provvedimenti preliminari avevano certamente avuto un impatto sull'idea che i mercati e gli operatori economici si erano fatti della situazione di FT nel mese di dicembre. Il comportamento degli operatori economici, essendo influenzato dal comportamento dello Stato, non costituisce un parametro oggettivo per giudicare il comportamento dello Stato. Questi interventi preliminari devono dunque essere presi in considerazione per stabilire se le misure di dicembre contengano aiuti.
- (187) È infatti possibile considerare le dichiarazioni e i provvedimenti successivi delle autorità francesi a decorrere dal luglio 2002 come un insieme il cui momento di concretizzazione sarebbe costituito dalle misure di dicembre (messa a disposizione di un prestito d'azionista), misure che sono quelle notificate. Naturalmente, si concluderà nel senso dell'esistenza di aiuti soltanto se verrà riscontrata la

presenza dei vari elementi costitutivi del concetto di aiuto (vantaggio selettivo, risorse pubbliche, alterazione degli scambi e della concorrenza).

situazione del mercato non contaminata dall'impatto delle dichiarazioni preliminari.

7. VALUTAZIONE DELLA MISURA IN CAUSA ALLA
LUCE DELL'ARTICOLO 87, PARAGRAFO 1, DEL
TRATTATO

(188) L'analisi del caso di specie suggerisce a prima vista uno scarto temporale tra i vantaggi per l'impresa, che sarebbero stati particolarmente sensibili nel mese di luglio, e l'impegno potenziale di risorse pubbliche, che sembra più chiaramente provato nel mese di dicembre. Infatti, le dichiarazioni del ministro dell'Economia e delle finanze potrebbero essere considerate come un aiuto, in quanto hanno chiaramente avuto un effetto sui mercati ed hanno conferito un vantaggio all'impresa. Tuttavia, non sarebbe facile stabilire senza ombra di dubbio che le dichiarazioni del luglio 2002 erano tali da impegnare almeno potenzialmente risorse statali. A tale riguardo, la Commissione ha analizzato numerosi argomenti giuridici diretti a dimostrare, da un lato, che tali dichiarazioni pubbliche equivalevano ad una garanzia pubblica da un punto di vista giuridico e, dall'altro, che esse mettevano in gioco la reputazione dello Stato con costi economici in caso di inadempimento. Presi nel loro insieme, questi elementi potevano essere considerati come effettivamente tali da mettere in pericolo risorse pubbliche (facendo sorgere la responsabilità dello Stato nei confronti degli investitori o aumentando il costo delle transazioni future dello Stato). Pertanto, la tesi secondo cui le dichiarazioni del luglio 2002 sarebbero aiuti è una tesi innovativa, ma probabilmente non priva di fondamento.

(192) L'articolo 87, paragrafo 1, del trattato prevede che sono incompatibili con il mercato comune, 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. Il trattato non distingue gli interventi dello Stato a seconda delle loro cause o dei loro obiettivi ma li definisce in base agli effetti⁽¹⁰⁶⁾. Il concetto di aiuto riguarda i provvedimenti statali che, adottati *sotto qualsiasi forma*, siano atti a favorire direttamente o indirettamente, in modo sensibile, determinate imprese o determinati prodotti e che quindi alterino, o minaccino di alterare, la concorrenza⁽¹⁰⁷⁾. Secondo una giurisprudenza consolidata, 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, hanno la stessa natura e producono gli stessi effetti⁽¹⁰⁸⁾. Da quanto precede discende che la nozione di aiuto è basata sul concetto economico di vantaggio, mentre il criterio formale è irrilevante⁽¹⁰⁹⁾. In conclusione, il concetto di aiuto è oggettivo e, conseguentemente, la forma giuridica della misura statale non è rilevante, rilevanti sono esclusivamente gli effetti di quest'ultima⁽¹¹⁰⁾. Pertanto, l'interpretazione delle disposizioni non deve basarsi su criteri formali, bensì deve tener conto della finalità delle disposizioni stesse che, a norma dell'articolo 3, punto g), del trattato, sono volte a garantire che la concorrenza non venga falsata⁽¹¹¹⁾.

(189) Tuttavia, nella fattispecie la Commissione non dispone di elementi sufficienti per dimostrare irrefutabilmente, in base a questa tesi innovativa, l'esistenza di un aiuto. Per contro, essa ritiene di potere stabilire la presenza di elementi d'aiuto seguendo un approccio più tradizionale, a partire dalle misure di dicembre oggetto della notifica.

(193) Per qualificare una misura come aiuto è necessaria la presenza di vari elementi: un vantaggio selettivo, concesso tramite risorse pubbliche, che distorca o minacci di distorcere la concorrenza e gli scambi tra gli Stati membri.

(190) Infatti, da un canto, è chiaro che nel mese di dicembre esisteva un impegno di risorse statali. Dall'altro, l'esistenza nel mese di dicembre di un vantaggio per l'impresa è anch'essa evidente se si tiene conto dell'impatto avuto sui mercati dalle dichiarazioni e misure preliminari.

(194) Per quanto riguarda il vantaggio, la Commissione osserva che il prestito d'azionista (che costituisce l'anticipo della partecipazione dello Stato alla ricapitalizzazione dell'impresa) avvantaggia FT in quanto le permette di aumentare i suoi mezzi di finanziamento e di assicurare il mercato quanto alla sua capacità di far fronte alle scadenze. Anche se la convenzione di prestito non è mai stata firmata, l'impressione data al mercato che il prestito esistesse era atta ad avvantaggiare FT, perché il mercato ha ritenuto che la situazione finanziaria dell'impresa fosse più solida⁽¹¹²⁾. Ciò avrebbe potuto incidere sulle condizioni di prestito di FT.

(191) A tale riguardo, il «principio dell'investitore privato in economia di mercato» non può giustificare, come vorrebbero le autorità francesi, l'intervento di dicembre, perché i comportamenti degli operatori economici in dicembre erano chiaramente influenzati dalle azioni e dichiarazioni preliminari del governo a partire dal mese di luglio. Se si può dubitare che le dichiarazioni di luglio fossero abbastanza concrete da costituire di per sé aiuti, non vi è alcun dubbio che tali dichiarazioni fossero più che sufficienti per «contaminare» la percezione dei mercati ed influenzare il comportamento ulteriore dei soggetti economici. Se così stanno le cose, non si può prendere il comportamento dei soggetti economici come punto di riferimento neutro per valutare il comportamento dello Stato. La presunzione fondata sul «principio dell'investitore privato in economia di mercato» non può dunque basarsi sulla situazione del mercato quale si presentava in dicembre, ma dovrebbe logicamente basarsi su una

(195) Quanto alla condizione relativa alle risorse pubbliche, la Commissione sottolinea che il fatto che il vantaggio derivi da un impegno statale che comporta un trasferimento di risorse potenziale, e non immediato, non esclude che tale vantaggio sia concesso *tramite risorse pubbliche*. «A questo proposito occorre rilevare in primo luogo come, secondo

una costante giurisprudenza, non in tutti i casi sia necessario dimostrare che vi è stato un trasferimento di risorse statali perché il vantaggio concesso ad una o più imprese possa essere considerato come un aiuto di Stato ai sensi dell'art. 87, n. 1, CE»⁽¹¹³⁾. Così, anche un vantaggio accordato tramite un potenziale onere supplementare a carico dello Stato costituisce un aiuto pubblico se incide sulla concorrenza e sugli scambi tra Stati membri⁽¹¹⁴⁾.

(196) Contrariamente a quanto sostengono le autorità francesi e FT, la Commissione osserva che un onere potenziale supplementare sulle risorse pubbliche è stato creato mediante l'annuncio della messa a disposizione del prestito d'azionista accompagnato dalla realizzazione delle relative condizioni preliminari⁽¹¹⁵⁾, tramite l'impressione data ai mercati che tale prestito fosse stato effettivamente messo a disposizione⁽¹¹⁶⁾ e, infine, mediante l'invio a FT del contratto di prestito siglato e firmato dall'ERAP⁽¹¹⁷⁾. Il fatto che FT non abbia mai firmato questo contratto non significa che non vi sia stato un impegno potenziale di risorse statali. Infatti, poiché questo documento costituiva un'offerta contrattuale e in quanto tale offerta non è stata ritirata, FT avrebbe potuto firmare in qualsiasi momento, acquisendo in tal modo il diritto di ottenere immediatamente il versamento della somma di 9 miliardi di euro. Lo Stato, che non poteva non saperlo, doveva quindi tenere a disposizione di FT, attraverso l'ERAP, le risorse corrispondenti.

(197) La Commissione deve dunque esaminare se il vantaggio così concesso a FT rispetti il principio dell'investitore privato avveduto e incida sulla concorrenza e sugli scambi tra Stati membri.

(198) Il vantaggio che le misure di cui trattasi procurerebbero a FT consente a quest'ultima di attenuare o di evitare parzialmente le conseguenze che normalmente deriverebbero dalla sua situazione di squilibrio finanziario. Infatti, occorre ricordare che lo scopo dell'intervento dello Stato era esplicitamente quello di risolvere la crisi finanziaria conservando nel contempo l'integrità sostanziale della struttura operativa di FT e il suo livello di crescita interna (scopo che è stato sostanzialmente raggiunto giacché FT ha risanato la sua situazione conservando l'integrità del gruppo, eccetto che per alcune cessioni d'importanza relativa). Se il vantaggio concesso a FT fosse selettivo, è ovvio che esso falserebbe la concorrenza tra FT ed i suoi concorrenti. Occorre concludere che in un settore concorrenziale come quello delle telecomunicazioni i vantaggi di cui gode FT falsano o minacciano di falsare la concorrenza in modo particolarmente sensibile.

(199) Quando un aiuto finanziario concesso dallo Stato rafforza la posizione di un'impresa nei confronti di altre imprese concorrenti negli scambi intracomunitari, si deve ritenere che questi siano influenzati dall'aiuto⁽¹¹⁸⁾. Inoltre, quando uno Stato membro accorda un aiuto ad un'impresa attiva sui mercati dei servizi e della distribuzione, non è necessario che il beneficiario abbia attività al di fuori del

suo Stato membro perché il commercio tra Stati membri sia influenzato⁽¹¹⁹⁾.

(200) Poiché FT opera su mercati che sono stati gradualmente aperti alla concorrenza dalla fine degli anni '80, le dichiarazioni fatte dal governo a partire dal luglio 2002 sono atte ad influire sugli scambi tra Stati membri. Quello delle telecomunicazioni è oggi uno dei settori più dinamici e più integrati a livello europeo. Numerosi sono gli operatori di questo settore che, come FT, sono attivi in diversi Stati membri⁽¹²⁰⁾.

(201) Da quanto precede discende che le misure in questione sono suscettibili di incidere sugli scambi tra Stati membri.

(202) Il principio dell'investitore privato avveduto è esaminato nella sezione 8 nel quadro di tutte le dichiarazioni fatte dal governo durante i mesi precedenti il progetto di prestito.

8. PRINCIPIO DELL'INVESTITORE PRIVATO AVVEDUTO IN ECONOMIA DI MERCATO

(203) Come si è già detto, la Commissione sottolinea che le misure notificate non possono essere analizzate senza tener conto delle dichiarazioni governative tra luglio e dicembre 2002. Infatti, il tenore di tali dichiarazioni e il loro effetto sul mercato rivelano che lo Stato aveva deciso, fin da luglio, di sostenere l'impresa.

(204) La Commissione sottolinea anzitutto che il diritto comunitario riconosce in generale l'importanza delle promesse e delle dichiarazioni dello Stato ai fini dell'applicazione delle norme sugli aiuti pubblici⁽¹²¹⁾. Il 12 luglio 2002, il giornale «Les Echos» ha pubblicato un'intervista del ministro dell'Economia e delle finanze francese nella quale quest'ultimo ha confermato più volte che, se FT avesse avuto problemi di finanziamento, lo Stato avrebbe adottato le misure 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, adotteremo le disposizioni appropriate.

Lo Stato ha dato prova di avvedutezza lasciando che France Télécom s'indebitasse, impegnandosi a 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 valori". 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.

...»⁽¹²²⁾.

(205) Occorre osservare che questa intervista non è mai stata smentita dalle autorità francesi⁽¹²³⁾. Al contrario, il suo contenuto è stato confermato dalle successive dichiarazioni di cui ai comunicati stampa del ministero dell'Economia e delle finanze del 13 settembre 2002, del 2 ottobre 2002 e del 4 dicembre 2002. Le indicazioni si sono fatte sempre più precise⁽¹²⁴⁾ nelle dichiarazioni ulteriori, fino ad arrivare all'indicazione delle modalità d'esecuzione dell'impegno di risolvere i problemi di finanziamento di France Télécom (importo dell'aumento di capitale e partecipazione dello Stato, prestito d'azionista, sostegno della capacità di rifinanziamento dell'impresa prima della ricapitalizzazione), modalità che sono state notificate dalla Francia. In particolare, il primo comunicato stampa del ministero dell'Economia e delle finanze del 13 settembre 2002 indica più chiaramente la partecipazione al futuro aumento del capitale di France Télécom: «Lo Stato sosterrà l'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». Esso aggiunge che «nel frattempo, lo Stato prenderà, se necessario, le misure che consentano di evitare all'impresa qualsiasi problema di finanziamento». Le stesse affermazioni sono contenute nel comunicato stampa del ministero dell'Economia e delle finanze del 2 ottobre 2002: «Lo Stato contribuirà 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». Il comunicato del 4 dicembre è anch'esso imperniato su questi due aspetti, vale a dire la partecipazione all'aumento di capitale e il rifinanziamento dell'impresa per mezzo, questa volta, di un prestito d'azionista sotto forma di linea di credito⁽¹²⁵⁾.

(206) Nell'insieme, si può ritenere che queste dichiarazioni abbiano resa pubblica l'intenzione dello Stato di fare il necessario se France Télécom avesse avuto problemi di finanziamento o difficoltà finanziarie. Come si vedrà nella sezione 9, era evidente che già all'epoca della prima di

queste dichiarazioni FT aveva difficoltà finanziarie strutturali, denunciate dal suo bilancio squilibrato. La generazione di cash flow è risultata insufficiente per risolvere i problemi legati all'indebitamento. L'insufficienza del cash flow e un indebitato ottimismo quanto alle cessioni di attivi non strategici hanno continuato a pesare sul corso di FT e sulla classificazione del suo debito⁽¹²⁶⁾. Affermando che lo Stato adotterà le decisioni necessarie o le misure appropriate, il ministro manifesta l'impegno dello Stato a fare il necessario per risolvere i problemi strutturali di finanziamento dell'impresa. In ogni caso, questa è la maniera in cui i soggetti economici hanno percepito le dichiarazioni.

(207) Per quanto riguarda l'imputabilità delle dichiarazioni allo Stato, la questione si pone soltanto rispetto alla dichiarazione di luglio. A questo proposito, la Commissione osserva che, nel contesto economico appena ricordato, il giornale finanziario francese di riferimento, «Les Echos», intervista il ministro competente e gli chiede, non già la sua impressione sui fatti dell'epoca, bensì se abbia un messaggio da inviare al mercato. Pertanto, la risposta del ministro al giornalista non è né il frutto del caso né un'analisi del passato. Si tratta piuttosto del mezzo scelto dal ministro e, dietro di lui, dal governo per rivolgere un messaggio chiaro a tutte le componenti del mercato. Il ministro ha allora formulato dichiarazioni precise a nome dello Stato e del governo (peraltro nell'ambito di una serie di articoli riguardanti le priorità del nuovo governo in materia di politica economica). In tali circostanze, non vi sono dubbi che l'intervista del ministro provi chiaramente la risoluzione presa dal governo di sostenere FT e costituisca dunque un atto imputabile allo Stato. Del resto, come detto nel considerando 205, le dichiarazioni rilasciate alla stampa non sono state poi né inficiate o modificate dal ministro né smentite dal governo.

(208) La Commissione sottolinea che queste dichiarazioni pubbliche sono sufficientemente chiare, precise e ferme per indicare l'esistenza di un impegno credibile dello Stato. Quanto alla pubblicità, la Commissione sottolinea che la prima dichiarazione è pubblicata in un quotidiano a diffusione nazionale, per di più rivolto ad un pubblico di operatori economici e di banchieri. Cosa ancor più importante, le risposte del ministro non sono rivolte al solo giornalista, bensì sono chiaramente indirizzate all'insieme della comunità finanziaria e industriale. Infatti, la prima domanda posta dal giornalista è assai rivelatrice: «Il corso borsistico di France Télécom è assai volatile. Lei, con il 55 % del capitale, è l'azionista di maggioranza dell'impresa, ha un messaggio da inviare?». Il ministro non può dunque ignorare che sta inviando un messaggio all'impresa, ai suoi dipendenti, agli altri azionisti, alle banche, ai creditori ed ai concorrenti dell'impresa. Quanto alle altre dichiarazioni, esse sono state pubblicate mediante comunicati stampa del ministro dell'Economia e delle finanze destinati per loro stessa natura alla massima diffusione.

(209) Quanto alla chiarezza, la Commissione ritiene che già nel luglio 2002 il messaggio fosse chiaro, benché i mezzi d'intervento dello Stato, vale a dire le modalità d'esecuzione del suo impegno, non fossero ancora stati precisati: «Mi sento responsabile degli interessi patrimoniali dello Stato. Lo Stato azionista si comporterà da investitore avveduto e, se France Télécom dovesse avere difficoltà, adotteremo le disposizioni appropriate» e, un po' oltre, «Dico semplicemente che adotteremo, in tempo utile, le misure appropriate. Se necessario». Pertanto, da questo passaggio risulta chiaramente, da un canto, che lo Stato si presenta come azionista di maggioranza avveduto e, dall'altro, che esso adotterà provvedimenti per alleviare le difficoltà di France Télécom. La chiarezza dell'impegno dell'azionista di maggioranza non è affatto dubbia in quanto l'impegno viene ripetuto qualche riga più sotto: «Ribadisco che se France Télécom avesse problemi di finanziamento, che attualmente non esistono, lo Stato adotterebbe le decisioni necessarie per superarli». La Commissione sottolinea che la chiarezza dell'impegno dello Stato non è diminuita con le dichiarazioni successive.

(210) Quanto al carattere fermo dell'impegno, la Commissione non è convinta che le espressioni «se France Télécom dovesse avere difficoltà» o «se France Télécom avesse problemi di finanziamento» (dichiarazioni di luglio) e «se necessario» (comunicati stampa di settembre e ottobre) possano essere interpretate come condizioni aventi l'effetto di sospendere l'efficacia dell'impegno dello Stato. Infatti, all'epoca della prima dichiarazione, FT aveva già conosciuto un netto peggioramento del suo rating, aveva un debito di circa 70 miliardi di euro e il mercato sapeva che essa doveva far fronte ad alcune scadenze importanti tra la fine del 2002 e l'inizio del 2003 e ad un notevole fabbisogno finanziario per la fine del 2003. Di conseguenza, tenuto conto del contesto finanziario generale, il verificarsi dei problemi di finanziamento non era una mera eventualità. Questa situazione non era cambiata all'atto della pubblicazione delle altre dichiarazioni. Pertanto, le espressioni di cui trattasi non possono essere considerate come condizioni sospensive, giacché la condizione sospensiva è, per definizione, un evento futuro e incerto⁽¹²⁷⁾. Del resto, le dichiarazioni in questione non contengono alcuna riserva di notifica preliminare alla Commissione. Si deve sottolineare che, contrariamente a quanto sostengono le autorità francesi, la loro affermazione secondo la quale lo Stato si comporterà come un investitore avveduto (tale «precauzione» figura peraltro solo nelle dichiarazioni di luglio e di dicembre) non può essere considerata come una condizione cui sarebbe subordinato l'impegno dello Stato. Nessun elemento permette di dimostrare che il mercato aveva percepito una qualche condizione. Il solo riferimento al concetto di investitore avveduto si trova nel comunicato di Standard & Poor's del 12 luglio 2002, ma semplicemente come citazione delle parole del ministro: l'interpretazione di tali parole da parte dell'agenzia, che segue la citazione, è diversa («tuttavia, l'indicazione dello Stato sostiene il rating di FT

nella categoria investimento»)⁽¹²⁸⁾. Inoltre, tale riferimento non è ripreso nei comunicati di altre agenzie di rating, come Moody's, che vedono nelle dichiarazioni del ministro l'indicazione dell'impegno fermo dello Stato a dare il suo appoggio («support») a FT, qualunque ne siano le modalità. A tale riguardo, non è sufficiente affermare di volersi comportare da investitore avveduto per rispettare le norme sugli aiuti pubblici e, in particolare, il principio dell'investitore privato avveduto. Altrimenti, agli Stati membri basterebbe sostenere di aver rispettato tali norme perché queste risultino effettivamente rispettate e l'attività di controllo della Commissione sarebbe del tutto superflua. D'altronde, non spetta agli Stati membri stabilire se il principio dell'investitore avveduto sia stato rispettato, bensì alla Commissione sotto il controllo del giudice comunitario. A questo proposito, nonostante ciò che sostengono, le autorità francesi non sembrano essersi comportate come un investitore avveduto (v. il punto 5.5). FT ha d'altra parte sottolineato che l'espressione «disposizioni appropriate» non significherebbe a priori che lo Stato si fosse impegnato a prendere misure finanziarie. La Commissione sottolinea l'evidente contraddizione dell'argomentazione delle autorità francesi. Infatti, da una parte, lo Stato afferma che si comporterà da azionista avveduto. Tenuto conto della situazione finanziaria dell'impresa, delle reazioni degli analisti e dei mezzi dell'azionista privato, tale affermazione fa pensare che lo Stato intenda fornire un aiuto finanziario a FT (un cambiamento di gestione non avrebbe mai potuto essere ritenuto sufficiente, cosa che è stata poi confermata dal contenuto del piano Ambition 2005). D'altra parte, quando le autorità francesi sostengono che le misure non sono finanziarie, ciò fa pensare che intendessero agire come potere pubblico.

(211) Quanto all'argomento delle autorità francesi basato sulla giurisprudenza Compagnie nationale Air France⁽¹²⁹⁾, secondo cui le dichiarazioni de quibus non possono costituire un impegno fermo e incondizionato dello Stato perché non sono sufficientemente precise, esso si basa su una confusione tra il problema della data dell'impegno e la valutazione di tale impegno alla luce del principio dell'investitore privato avveduto. Orbene, per quanto riguarda la data dell'impegno, la Commissione rileva che questa giurisprudenza non esclude che un impegno fermo possa esistere prima che si conoscano tutte le modalità precise d'esecuzione. Invece, ciò che il Tribunale di primo grado delle Comunità europee sottolinea è che un investitore privato, in generale, non prenderebbe una decisione irrevocabile di investire fino a quando non siano state stabilite le modalità definitive dell'investimento.

(212) Del resto, le altre circostanze pertinenti connesse con le suddette dichiarazioni confermano la chiarezza e la fermezza del messaggio del ministro e la volontà dello Stato di impegnarsi con piena cognizione di causa. Così, già nel luglio 2002 lo Stato non si è accontentato di fare dichiarazioni pubbliche, ma ha anche contattato i principali

operatori del mercato affinché questi fungessero da intermediari tra lo Stato e gli investitori⁽¹³⁰⁾. L'urgenza attinente alla situazione finanziaria dell'impresa conferma l'esistenza di una decisione ferma dello Stato di sostenere FT. Durante la prima metà del 2002, FT ha visto il suo rating fortemente deteriorato in seguito alla pubblicazione dei suoi conti annuali 2001. Il rating di FT ha raggiunto il punto più basso il 24 giugno 2002, quando Moody's lo ha declassato al livello appena superiore a quello di «junk bond», rendendo in tal modo assai difficile il rifinanziamento del debito⁽¹³¹⁾. Questo deterioramento ha causato una grandissima preoccupazione sui mercati finanziari quanto alla situazione di FT (e in particolare quanto alla sua capacità di rifinanziare il debito di 15 miliardi di euro che scadeva alla fine del 2003) e i mercati erano allora nell'attesa di una reazione dello Stato che li rassicurasse. Queste circostanze indicano, secondo la Commissione, 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⁽¹³²⁾ sulla situazione finanziaria dell'impresa. Lo Stato 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 dell'impresa 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».

(213) In conclusione, se ciascuna di queste dichiarazioni presa separatamente potrebbe non bastare a dimostrare l'esistenza d'una decisione dello Stato di sostenere FT, l'insieme delle dichiarazioni sembra suggerire l'esistenza di tale decisione (che si è concretata nell'offerta del prestito d'azionista a FT come anticipo della partecipazione dello Stato ad una futura ricapitalizzazione). Tale è stata, in ogni caso, la percezione dei mercati. Inoltre, il carattere fermo di tale decisione sarebbe confermato nel caso in cui si dimostrasse che queste dichiarazioni sono vincolanti in diritto interno e idonee a mettere in gioco la credibilità dello Stato.

(214) La Commissione sottolinea anzitutto di avere studiato la questione se in diritto nazionale un investitore privato che abbia fatto le stesse dichiarazioni dello Stato sia obbligato a tenere le sue promesse. Dato che nella fattispecie l'investitore è lo Stato, lo studio del diritto interno ha riguardato anche il diritto amministrativo.

(215) La Commissione rileva di aver chiesto ad un esperto di riferire sul punto e di avere inoltre ricevuto varie relazioni dai terzi. Sulla base di queste informazioni, la Commissione non può escludere in questa fase che le dichiarazioni di cui trattasi abbiano forza vincolante secondo il diritto amministrativo, civile, commerciale e penale francese⁽¹³³⁾, nonché secondo il diritto dello Stato di New York.

(216) La principale critica delle autorità francesi consiste nel far osservare che in diritto interno gli impegni unilaterali sono un'eccezione e che le lettere d'intenti, che non costituiscono una categoria omogenea, valgono soltanto eccezionalmente come impegni unilaterali. Tuttavia, il punto non è se il

diritto francese sia univoco sulla questione, bensì se esistano elementi in diritto privato che permetterebbero di rilevare l'esistenza di un impegno unilaterale in circostanze come quelle del caso di specie. Ora, il fatto che esista una giurisprudenza in materia della Cour de cassation⁽¹³⁴⁾, di cui le autorità francesi cercano semplicemente di minimizzare la portata⁽¹³⁵⁾, non è discutibile.

(217) Tali dichiarazioni — ripetute, concordi e fatte dal ministro che è competente a gestire le partecipazioni statali e che rappresenta l'azionista di maggioranza dell'impresa — sono del tutto idonee a essere considerate credibili dal mercato e, conseguentemente, esse creano in quest'ultimo l'aspettativa che lo Stato farà tutto il necessario per risolvere ogni difficoltà finanziaria di FT. Se lo Stato non avesse onorato tale aspettativa, ciò avrebbe direttamente inciso sulla sua reputazione come proprietario, azionista o amministratore di imprese, quotate o no, nonché come emittente di obbligazioni per finanziare il debito pubblico⁽¹³⁶⁾. Pertanto, le dichiarazioni del governo francese, a partire da quelle del luglio 2002, sono l'espressione d'una strategia basata sulla reputazione dello Stato. Questa strategia consiste nell'impegnarsi in modo credibile a breve e a lungo termine. Evidentemente, un azionista di maggioranza o un proprietario d'impresa (o, più in generale, un amministratore) che non si comporta come aveva pubblicamente annunciato e un emittente di obbligazioni che non mantiene la parola rischiano, indipendentemente dall'esistenza di un obbligo giuridico, di perdere la loro reputazione. Questa perdita di reputazione comporta costi economici quasi certi a carico dello stesso operatore quando vorrà nuovamente prendere in prestito capitali sul mercato (ammesso che trovi qualcuno disposto a concedergli un credito) o quando agirà in qualità di proprietario o amministratore d'impresa⁽¹³⁷⁾. Nella fattispecie, l'azionista di maggioranza è lo Stato francese. Lo Stato francese è un soggetto economico di primaria importanza, attivo nell'economia come proprietario, come azionista o, più in generale, come amministratore di un grande numero di imprese pubbliche⁽¹³⁸⁾. Lo Stato francese è inoltre assai presente sul mercato dei capitali, nel quale contrae prestiti per finanziare il suo debito pubblico⁽¹³⁹⁾. Una perdita di credibilità avrebbe quindi conseguenze non trascurabili per la reputazione dello Stato come soggetto economico importante, come emittente di titoli sui mercati internazionali e come soggetto politico di primo piano.

(218) Presi insieme, questi elementi possono essere considerati come effettivamente tali da mettere in pericolo risorse pubbliche (facendo sorgere la responsabilità dello Stato nei confronti degli investitori o aumentando il costo delle transazioni future dello Stato). Pertanto, la tesi secondo cui le dichiarazioni delle autorità francesi a partire dal luglio 2002 sarebbero aiuti è una tesi innovativa, ma probabilmente non priva di fondamento.

(219) Tuttavia, la Commissione non ritiene di potere dimostrare inconfutabilmente la presenza di aiuti in base a questi elementi. Essa ritiene invece di potere dimostrare la presenza di elementi d'aiuto in un modo più tradizionale, a partire dalle misure del dicembre 2002 che sono state notificate. A tale riguardo, è sufficiente provare che le

dichiarazioni preliminari hanno avuto un impatto reale sulla percezione dei mercati in dicembre, senza che occorra qualificare le dichiarazioni stesse come aiuti pubblici.

- (220) Nella fattispecie, la reazione del mercato e i commenti degli analisti finanziari confermano che il mercato ha considerato queste dichiarazioni come una strategia d'impegno credibile dello Stato a sostenere FT.
- (221) Quanto alla reazione del mercato, NERA ha sottolineato che l'event study relativo all'annuncio del 12 luglio 2002 dimostra che quest'ultimo ha provocato un aumento anormale e non trascurabile del valore delle azioni e delle obbligazioni FT. È così che il corso dell'azione FT, rispetto ad un insieme di indici telecom rappresentativi del mercato, ha avuto una crescita compresa tra il 37,8 % e il 43,8 %. Quanto all'aumento anormale 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⁽¹⁴⁰⁾ e che esso ha attribuito grande importanza all'annuncio. Quanto ai commenti degli analisti finanziari, la Deutsche Bank, a esempio, in una relazione pubblicata il 22 luglio 2002 ha affermato ripetutamente che il sostegno dello Stato era determinante per evitare una crisi⁽¹⁴¹⁾ e che il mercato era convinto, alla luce delle dichiarazioni del governo, che quest'ultimo avrebbe sostenuto FT⁽¹⁴²⁾ (anche se il mercato si interrogava sulla portata e sulle modalità di tale sostegno⁽¹⁴³⁾). Allo stesso modo, l'agenzia S & P ha considerato credibili le dichiarazioni del governo, sino al punto di tenerne conto ai fini del rating dell'impresa. Il 12 luglio, infatti, S & P, pur abbassando il rating di FT al livello BBB-, lo ha mantenuto al grado di investimento con una prospettiva stabile⁽¹⁴⁴⁾, sottolineando che «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, se FT dovesse avere difficoltà, adotterebbe le disposizioni appropriate. S & P ritiene bensì che 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» (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 ... Indeed S & P believes that the company 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⁽¹⁴⁵⁾). Il fatto che il sostegno dello Stato, annunciato sin dal luglio 2002, fosse credibile fino al punto di permettere al rating di FT di rimanere al grado di investimento è altresì confermato dalla stessa FT⁽¹⁴⁶⁾. Questi elementi confermano l'opinione della Commissione secondo cui il governo francese era obbligato, per preservare l'integrità della sua reputazione sui mercati finanziari, a rispettare le promesse fatte (del resto, nessun elemento del dossier può lasciar credere che il governo abbia mai avuto un'intenzione diversa).
- (222) La Commissione osserva peraltro che le dichiarazioni hanno avuto effetti notevolissimi sul mercato. Uno studio

delle osservazioni e dei documenti presentati dalle autorità francesi nonché dei lavori parlamentari disponibili mostra che le dichiarazioni dello Stato hanno contribuito a ridare fiducia ai mercati finanziari⁽¹⁴⁷⁾. Infatti, dopo il comunicato stampa di S & P del 13 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 al grado di investimento. Ciò ha permesso all'impresa di evitare costi finanziari supplementari⁽¹⁴⁸⁾ sui fondi già presi in prestito, a causa delle «step-up clause»⁽¹⁴⁹⁾ presenti in alcune emissioni obbligazionarie, e sui fondi da prendere in prestito ulteriormente. D'altronde, il mantenimento del rating al grado d'investimento ha consentito all'impresa di risanare la sua situazione finanziaria tramite una ricapitalizzazione realizzata in condizioni ottimali nel marzo — aprile 2003. Infatti, già nel settembre 2002, una delle condizioni cui le banche avevano subordinato la loro partecipazione alla ricapitalizzazione era «il mantenimento, quantomeno, del rating attuale [grado d'investimento] 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»⁽¹⁵⁰⁾. Il prestito, costituendo l'anticipo della partecipazione dello Stato alla ricapitalizzazione di FT, non può essere considerato senza tener conto degli effetti di queste dichiarazioni. Un declassamento di FT avrebbe reso qualsiasi prestito d'azionista improbabile o, quantomeno, più oneroso.

- (223) La Commissione rileva che le osservazioni delle autorità francesi potrebbero, a prima vista, sembrare non del tutto prive di fondamento nella misura in cui sono volte a dimostrare che il prestito d'azionista, se considerato isolatamente, cioè senza tener conto dei fatti che lo hanno preceduto, rispetta il principio dell'investitore avveduto. Tuttavia, questa impressione si dissipa dopo un'analisi più dettagliata. Infatti, la Commissione sottolinea che, per le ragioni esposte qui di seguito, la decisione di anticipare l'aumento di capitale concedendo un prestito d'azionista non può essere analizzata indipendentemente dalle suddette dichiarazioni.
- (224) A questo proposito, la Commissione ricorda che lo Stato aveva dichiarato sin dal luglio 2002 di voler adottare le misure necessarie per consentire all'impresa di superare i suoi problemi di finanziamento. In un primo tempo, le autorità francesi sono rimaste sul vago quanto alle modalità di esecuzione di queste dichiarazioni. Esse le hanno poi precisate in varie occasioni, vale a dire annunciando, nel mese di settembre, la decisione di partecipare ad un'operazione di rafforzamento del patrimonio netto, annunciando, nel mese di dicembre, la messa a disposizione dell'impresa d'una linea di credito di 9 miliardi di euro e realizzando le condizioni necessarie ai fini della suddetta messa a disposizione.
- (225) Che le misure notificate in dicembre (in particolare la decisione di anticipare una futura ricapitalizzazione concedendo un prestito d'azionista) possano dare l'impressione, se considerate isolatamente, di operazioni del tutto

razionali non toglie nulla al fatto che il comportamento degli operatori economici era in quel mese chiaramente influenzato dalle precedenti iniziative e dichiarazioni del governo, soprattutto a partire dal luglio 2002, dalle quali risultava l'intenzione dello Stato di alleviare i problemi di finanziamento dell'impresa. La Commissione ricorda in proposito che le dichiarazioni dello Stato sono state decisive per il mantenimento del rating dell'impresa al grado d'investimento e che un rating «junk bond» avrebbe reso il prestito d'azionista più improbabile e certamente assai più oneroso.

(226) In questo senso, la decisione dello Stato di anticipare la ricapitalizzazione dell'impresa concedendo una linea di credito costituisce, in definitiva, il concretarsi degli annunci dello Stato.

(227) La Commissione sottolinea anzitutto di essere consapevole del fatto che la ricapitalizzazione di FT realizzata nell'aprile 2003 è stata un successo e che il prestito d'azionista non è mai stato effettuato. Essa ricorda altresì che l'applicazione del criterio dell'investitore privato avveduto induce generalmente la Commissione a esaminare se un investitore avveduto privato, di dimensioni comparabili a quelle dell'investitore pubblico, avrebbe proceduto in modo analogo. Da una giurisprudenza consolidata risulta che l'analisi del principio dell'investitore privato avveduto si basa sugli elementi di cui l'investitore dispone nel momento in cui decide d'investire. Il successo dell'operazione nel marzo — aprile 2003 non può dunque essere preso in considerazione per valutare il comportamento dello Stato nel dicembre 2002. D'altra parte, la Commissione sottolinea che, avendo le dichiarazioni dello Stato influenzato il mercato ed il comportamento dei soggetti economici, non ci si può basare sul comportamento degli altri soggetti economici per giudicare il comportamento dello Stato e applicare il criterio della concomitanza. Infatti, le dichiarazioni con cui lo Stato ha annunciato che avrebbe fatto il necessario per consentire all'impresa di superare i problemi di finanziamento, fatte a luglio e poi ripetute, distorcono la prova di concomitanza in quanto, ancora una volta, non si può ritenere che gli investitori privati si siano decisi sulla sola base della situazione dell'impresa, e ciò indipendentemente dalla questione se tali dichiarazioni celino un aiuto pubblico⁽¹⁵¹⁾. Per di più, l'applicazione del principio dell'investitore privato avveduto in economia di mercato non può fondarsi sulla situazione del mercato in dicembre, ma deve logicamente basarsi sulla situazione di un mercato non contaminato dalle dichiarazioni e dagli interventi preliminari.

(228) Sembra dunque logico esaminare le decisioni in questione a partire dalla situazione precedente il luglio 2002. Se tali decisioni sono analizzate nel contesto della situazione anteriore al luglio 2002, sembrerebbe che esse non rispettino il principio dell'investitore privato avveduto. Come già sottolineato, nel 2002 FT si trovava in una situazione economica difficile. Il piano di disindebitamento annunciato dai dirigenti e imperniato su una considerevole cessione di attivi era stato giudicato irrealizzabile dall'agenzia di rating Moody's, la quale il 24 giugno 2002 aveva abbassato di due punti il rating dell'impresa⁽¹⁵²⁾. Di conseguenza, FT aveva allora perduto la fiducia dei mercati.

All'epoca, il governo non aveva ancora adottato alcuna misura diretta a migliorare la gestione dell'impresa ed i suoi risultati⁽¹⁵³⁾ né ordinato un audit approfondito. In particolare, il governo non aveva ancora nominato il nuovo gruppo dirigente e, quanto al piano di risanamento, esso non esisteva ancora e non era neanche allo studio⁽¹⁵⁴⁾. Pertanto, il sostegno annunciato dal governo francese a partire dalle dichiarazioni del luglio 2002 si presenta come un'azione unilaterale dello Stato mentre il mercato era piuttosto scettico quanto alla capacità dell'impresa di risanare la sua situazione finanziaria⁽¹⁵⁵⁾ e gli analisti finanziari raccomandavano prudenza riguardo alla partecipazione ad un eventuale rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa⁽¹⁵⁶⁾.

(229) Alla luce della situazione finanziaria dell'impresa quale descritta nella presente decisione, del contesto complessivo di perdita di fiducia dei mercati a quell'epoca e dell'assenza di un piano di disindebitamento credibile e realistico fino a dicembre, la Commissione considera improbabile che un investitore privato avrebbe fatto, a partire dal luglio 2002, dichiarazioni simili a quelle formulate dal governo francese, le quali, da un punto di vista puramente economico, erano idonee a mettere seriamente in gioco la sua credibilità e la sua reputazione e, da un punto di vista giuridico, erano tali da obbligarlo sin da allora a sostenere finanziariamente l'impresa in ogni caso. L'investitore che avesse fatto simili dichiarazioni avrebbe assunto da solo un rischio assai considerevole a vantaggio dell'impresa, senza vedersi compensato da quest'ultima o dagli altri azionisti e senza che fosse prevista alcuna remunerazione del suo appoggio. È probabile che anche un azionista di riferimento, che avesse avuto sulla situazione economica dell'impresa le stesse informazioni di cui disponevano all'epoca le autorità francesi⁽¹⁵⁷⁾, non avrebbe proceduto in tal modo senza prima provvedere a un audit approfondito della situazione finanziaria dell'impresa⁽¹⁵⁸⁾ e senza prima adottare le misure necessarie per correggere tale situazione, al fine di farsi un'idea abbastanza precisa del rischio che avrebbe corso e delle relative prospettive di remunerazione. Peraltro, tale azionista di riferimento avrebbe comunque avuto bisogno della partecipazione dei mercati finanziari per risanare la situazione dell'impresa e, all'epoca, i mercati non sembravano disposti a investire o a concedere molto credito a FT. Vista la situazione economica di FT e l'assenza di informazioni chiare e complete, è poco probabile che un investitore privato avveduto che si fosse trovato nella stessa situazione dello Stato francese avrebbe fatto dichiarazioni di sostegno a favore di FT nel luglio 2002. È dunque ancor meno probabile che avrebbe concesso un prestito d'azionista assumendo da solo un rischio finanziario relevantissimo. Né la Commissione può accettare l'argomento, addotto da FT e dalle autorità francesi, secondo cui «si potrebbe obiettare che qualsiasi manifestazione di sostegno da parte dello Stato avrebbe un effetto di garanzia implicita visti i mezzi «illimitati» di cui dispone quest'ultimo», cosa che «si risolverebbe nell'impossibilità di applicare il principio dell'investitore privato avveduto — le cui risorse sono sempre limitate — e riserverebbe ai comportamenti dello Stato azionista un trattamento diverso da quello dei comportamenti dell'investitore

privato»⁽¹⁵⁹⁾, impedendo in tal modo ogni dichiarazione pubblica dello Stato. Infatti, non si tratta di impedire allo Stato di comportarsi come un investitore privato avveduto e di fare, se necessario, dichiarazioni di sostegno che un investitore privato avveduto farebbe (a esempio, dichiarare l'intenzione di partecipare ad un eventuale progetto di ricapitalizzazione se l'operazione è basata su un piano di risanamento serio e credibile) né di costringere lo Stato a notificare ogni dichiarazione. La Commissione sottolinea che una riserva esplicita, secondo la quale qualunque intervento ulteriore verrà prima notificato alla Commissione e attuato soltanto dopo l'approvazione di quest'ultima, basterebbe a rendere le dichiarazioni condizionali e, pertanto, consentirebbe di esaminare l'intervento ulteriore dello Stato sulla base della situazione di mercato esistente all'epoca di tale intervento.

(230) Dall'insieme delle considerazioni precedenti discende che il principio dell'investitore privato avveduto in economia di mercato non è soddisfatto. Di conseguenza, il vantaggio accordato a FT mediante il progetto di concessione del prestito d'azionista — esaminato alla luce delle dichiarazioni e degli interventi preliminari delle autorità francesi — è un aiuto pubblico, anche se la sua portata è difficile da determinare.

9. COMPATIBILITÀ DELL'AIUTO

(231) Quanto alla compatibilità dell'aiuto, la Commissione precisa anzitutto che la sua analisi, sviluppata ai punti 122 e 123 della decisione di avvio del procedimento, resta sempre valida nella fattispecie. Di conseguenza, la compatibilità dell'aiuto con il mercato comune potrebbe essere analizzata secondo i criteri applicati negli orientamenti.

(232) La Commissione osserva che France Télécom era un'impresa in difficoltà ai sensi degli orientamenti, come mostra la tabella 10. Più in particolare, un'impresa è considerata in difficoltà «qualora abbia perduto più della metà del capitale sottoscritto e la perdita di più di un quarto di tale capitale sia intervenuta nel corso degli ultimi dodici mesi»⁽¹⁶⁰⁾.

Tabella 10

France Telecom

Bilancio Consolidato

(Importi in milioni di euro)

(Dati 1998, 1 euro = 6,55957 FRF)

PASSIVO	Esercizio chiuso il 31 dicembre		
	2000	2001	2002
Capitale sociale	4 615	4 615	4 761
Premio d'emissione	24 228	24 228	24 750
Riserve	2 748	4 682	-5 434
Risultato netto di pertinenza del gruppo	3 660	-8 280	-20 736
Riserva di conversione	59	844	-3 315
Azioni proprie	-2 153	-5 002	-9 977
Capitali propri	33 157	21 087	-9 951
Interessi minoritari	2 036	8 101	9 780
Fondi non rimborsabili e assimilati	—	—	—
Debiti finanziari a medio e lungo termine	30 547	54 543	46 898
Altri debiti a lungo termine	5 220	8 663	14 978
Totale dei debiti a lungo termine	35 767	63 206	61 876

(Importi in milioni di euro)
(Dati 1998, 1 euro = 6,55957 FRF)

PASSIVO	Esercizio chiuso il 31 dicembre		
	2000	2001	2002
Quota dei debiti finanziari a medio e lungo termine — a meno di un anno	7 542	1 596	13 495
Scoperti bancari e altri prestiti a breve termine	25 165	11 365	10 490
Debiti fornitori	7 618	8 631	8 503
Oneri da pagare e altri accantonamenti a breve termine	7 729	7 259	7 395
Altri debiti	8 113	2 481	1 712
Imposte differite	512	374	87
Risconti passivi	1 946	3 258	3 200
Totale dei debiti a breve termine	58 625	34 964	44 882
Totale del passivo	129 585	127 358	106 587

Fonte: Relazioni annuali France Télécom 1999, 2002 e 2003

- (233) Stando alla lettera degli orientamenti relativi al capitale sottoscritto, gli indicatori pertinenti per qualificare FT come impresa in difficoltà non comprendono tutti gli elementi costitutivi del patrimonio netto, bensì soltanto il capitale sociale e il premio d'emissione.
- (234) Il 31 dicembre 2001, secondo questa definizione, il capitale sottoscritto ammontava a 28,8 miliardi di euro (di cui 4,6 miliardi di capitale sociale e 24,2 miliardi di premio d'emissione).
- (235) Il 31 dicembre 2002, il capitale sottoscritto ammontava a 29,5 miliardi di euro (di cui 4,8 miliardi di capitale sociale e 24,7 miliardi di premio d'emissione). Per l'esercizio 2002, la perdita netta del gruppo ammontava a 20,7 miliardi di euro, il che corrisponde ad una perdita del capitale sottoscritto del 70 % (20,7 miliardi/29,5 miliardi). Peraltro, se si tenesse conto delle riserve negative di 8,9 miliardi di euro, si arriverebbe ad una perdita totale del capitale sottoscritto.
- (236) È dunque giocoforza concludere che FT era un'impresa in difficoltà ai sensi degli orientamenti.
- (237) D'altra parte, questa conclusione è confermata da un'analisi del punto 6 degli orientamenti. Questo punto designa un certo numero di indici che rivelano le difficoltà finanziarie di un'impresa. Si tratta di criteri qualitativi come il livello crescente delle perdite, la diminuzione del fatturato, la riduzione del margine lordo di autofinanziamento, l'indebitamento crescente, l'aumento degli oneri finanziari e l'assottigliamento o la scomparsa del valore dell'attivo netto ⁽¹⁶¹⁾.
- (238) Quanto agli argomenti delle autorità francesi riguardanti la crescita degli elementi operativi, la Commissione precisa che il bilancio di un'impresa, i suoi risultati operativi e le sue previsioni quanto ai futuri cash flow sono elementi che fanno parte integrante della valutazione di una società. In particolare, il debito iscritto nel bilancio di un'impresa pesa sui cash flow futuri anche se trae origine da eventi passati. La Commissione sa bene che il fatturato dell'impresa aumentava e che il suo margine lordo di autofinanziamento era ampio e cresceva più rapidamente del fatturato, ma non può ignorare il fatto che l'impresa era gravata da un debito colossale. Né la Commissione può dissociare le decisioni strategiche di un'impresa dalle decisioni operative. Così, contrariamente a quanto sostengono le autorità francesi, la progressione del cash flow dell'impresa non può essere considerata isolatamente. La precitata relazione dell'HSBC afferma peraltro che, anche con il piano TOP, il fabbisogno di finanziamento dell'impresa sarebbe stato di 21,9 miliardi di euro nel 2004 e nel 2005; senza il piano TOP tale fabbisogno sarebbe stato di 33 miliardi di euro per lo stesso periodo.

Tabella 11

France Telecom

Compte De Resultat Consolide

(Importi in milioni di euro)
(Dati 1998, 1 euro = 6,55957 FRF)

	2001	2002
Fatturato	43 026	46 630
Costo dei servizi e prodotti venduti	(17 619)	(18 558)
Spese commerciali e amministrative	(12 520)	(12 579)
Spese di ricerca e sviluppo	(567)	(576)
Risultato d'esercizio al lordo degli ammortamenti delle immobilizzazioni e delle divergenze attuariali del piano di prepensionamenti (EBITDA)	12 320	14 917
Risultato d'esercizio (EBIT)	5 200	6 808
Oneri finanziari netti eccetto TDIRA	(3 847)	(4 041)
Oneri per interessi TDIRA	—	—
Scarto di cambio netto	(337)	136
Effetto dell'attualizzazione del piano di prepensionamenti	(229)	(216)
Risultato corrente delle società integrate	787	2 687
Altri prodotti (oneri) non operativi netti	(5 904)	(12 849)
Imposta sulle società	2 932	(2 499)
Partecipazione dei dipendenti	(131)	(148)
Risultato netto delle società integrate	(2 316)	(12 809)
Quota nei risultati delle società messe in equivalenza	(890)	(367)
Ammortamento degli scarti d'acquisizione	(2 531)	(2 352)
Ammortamento straordinario degli scarti d'acquisizione	(3 257)	(5 378)
Risultato netto dell'insieme consolidato	(8 994)	(20 906)
Interessi minoritari	714	170
Risultato netto di pertinenza del gruppo	(8 280)	(20 736)

Fonte: Relazioni annuali France Télécom 2001 e 2002

- (239) L'analisi dei vari criteri citati nel considerando 237 rivela che FT subiva perdite crescenti nel 2001 e nel 2002. Inoltre, il debito finanziario netto di FT (v. la tabella 12) ammontava a 63,5 miliardi di euro il 31 dicembre 2001, a 69,7 miliardi di euro il 30 giugno 2002 ed a 68,0 miliardi di euro il 31 dicembre 2002.

Tabella 12

miliardi di euro

	31.12.2001	30.6.2002	31.12.2002
Totale dei debiti a lungo termine	63,2	64,3	61,8
Quota dei debiti — a meno di un anno	1,6	9,2	13,5
Scoperti bancari e altri prestiti a breve termine	11,4	13,8	10,5
Debito lordo	76,2	87,3	85,8
Investimenti mobiliari	(1,1)	(0,1)	(—)
Attivo di cassa	(2,9)	(2,3)	(2,8)
Altri debiti a lungo termine	(8,7)	(15,2)	(15,0)
Debito finanziario netto	63,5	69,7	68,0

Fonte: Relazioni annuali France Télécom e conti consolidati France Télécom al 30 giugno 2002

(240) La Commissione sottolinea anche il fatto che gli oneri finanziari sono passati da 2 miliardi di euro nel 2000 a 3,8 miliardi di euro nel 2001 e a 4 miliardi di euro nel 2002.

(241) Il valore dell'attivo netto, che corrisponde al valore dei capitali propri, era di 33,2 miliardi di euro il 31 dicembre 2000, è sceso a 21 miliardi di euro il 31 dicembre 2001 ed aveva raggiunto un livello negativo di 10 miliardi di euro il 31 dicembre 2002.

(242) Risulta dunque che, dei sei criteri designati al punto 6 degli orientamenti come indicatori dello stato di cattiva salute di un'impresa, quattro sono soddisfatti.

(243) Infine, le difficoltà finanziarie dell'impresa sono confermate dai problemi avuti da FT durante il 2002 a rifinanziarsi a condizioni adeguate sul mercato dei capitali. Contrariamente a quanto affermano le autorità francesi, FT non aveva accesso ai mercati finanziari durante il 2002 a condizioni adeguate, prima della serie di dichiarazioni di sostegno fatte dallo Stato tra il luglio e il dicembre 2002 ⁽¹⁶²⁾.

(244) Le difficoltà che FT avrebbe avuto a rifinanziarsi a condizioni adeguate senza il sostegno dello Stato sono, in particolare, illustrate dalle relazioni degli analisti finanziari.

(245) A esempio, nel luglio 2002 un analista affermava che con un rating di Baa3 sarebbe stato difficile per l'impresa risolvere il problema del debito tramite l'acquisizione di nuovi capitali: «Il rating Baa3 significava che era difficile dire chi avrebbe sottoscritto un'eventuale emissione obbligazionaria. La prospettiva negativa aumenta la

possibilità che l'impresa diventi un "fallen angel" nel caso in cui non possa risolvere i suoi problemi di debiti» ([FT's Baa3 rating meant that it was] hard to say who would buy a potential bond issue. The negative outlook increases the possibility of the company becoming a fallen angel, if it is unable to solve its debt problem) ⁽¹⁶³⁾.

(246) Una relazione di JP MORGAN del 2 dicembre 2002 sembra anch'essa confermare che, senza il sostegno dello Stato, FT non sarebbe stata capace di ottenere nuovi capitali sul mercato per rifinanziare il suo debito. La relazione precisa quanto segue: «Continuiamo a vedere il profilo di FT in termini di rischio/remunerazione come non attraente in attesa del risultato di una revisione strategica. [...] Sebbene FT sia capace di ridurre i costi e di produrre un rendimento notevolissimo e malgrado la solida reputazione dell'amministratore delegato, il ruolo del governo è centrale perché FT ottenga la flessibilità di cui ha bisogno. Nel frattempo, il rischio di liquidità perdura e, secondo noi, un aumento di capitale è soltanto una questione di tempo. [...] Il ruolo del governo sarà ancora centrale per il rifinanziamento e la riduzione del debito. Tuttavia, di fronte a scadenze di rifinanziamento scoraggianti per l'anno 2003, FT e le agenzie di rating si sono concentrate a breve termine sui rischi di liquidità e di rifinanziamento dell'impresa. Ciò sarebbe impossibile senza l'intervento del governo: anche France Télécom lo ha riconosciuto in occasione della conferenza telefonica del terzo trimestre» (We continue to view FT's risk/reward profile as unattractive pending the outcome of a strategy review. [...] Although we see significant scope for FT to cut costs and deliver a compelling yield and even though the CEO has strong track record execution, the government role in giving FT the flexibility it requires is pivotal. In the meantime, liquidity risk remains and, in our view, a right issue is a matter of when not if. [...] The government's role will again be pivotal in refinancing and reducing this debt. However it

is liquidity or refinancing risk that is the near-term focus of FT and rating agencies alike, with a daunting refinancing schedule ahead in 2003. [...] This would be impossible without government intervention — even FT acknowledged this in its Q3 conference call) (sottolineatura aggiunta).

(247) Due relazioni di Goldman Sachs e di SG Equity Research confermano che è soltanto dopo la serie di dichiarazioni dello Stato che i mercati finanziari hanno permesso a FT di rifinanziarsi a condizioni adeguate. Global Equity Research precisa, il 20 febbraio 2003, che «[I] problemi immediati di liquidità sono risolti: dopo l'anticipo della partecipazione dello Stato all'aumento di capitale di 15 miliardi di euro mediante una linea di credito di 9 miliardi di euro, FT ha potuto nuovamente accedere al mercato obbligazionario per ridurre le sue limitazioni immediate di liquidità» ([the] immediate liquidity issues are solved: since the government's upfront prepayment of its €15bn equity offering in the form of a €9bn standby facility, FT has been able to re-access the debt capital markets to solve its immediate liquidity challenges).

(248) L'opinione degli analisti finanziari è del resto confermata sia dalle dichiarazioni, riportate da molti giornali, di Michel Bon, allora amministratore delegato dell'impresa⁽¹⁶⁴⁾, sia dalle stesse autorità francesi in occasione della notifica del dicembre 2002⁽¹⁶⁵⁾. Anche se le autorità francesi sostengono che l'opinione dell'ex amministratore delegato di FT non è pertinente tenuto conto delle circostanze nelle quali è stata formulata, rimane il fatto che questa opinione è stata corroborata dal nuovo dirigente di FT nominato nell'ottobre 2002, il quale, nell'audizione del 5 dicembre 2002 davanti alla commissione Finanze del Senato, ha anch'egli precisato che il gruppo si trovava in una situazione preoccupante: «Di fronte a un indebitamento gigantesco, l'impresa non sembrava essersi resa conto della situazione, che era quella di un gruppo che vedeva il suo rating deteriorarsi, che non aveva più accesso ai mercati dei capitali...»⁽¹⁶⁶⁾.

(249) Inoltre, i documenti forniti dalle autorità francesi per illustrare l'accesso di FT al mercato non sembrano convincenti. Infatti, le offerte di scambio di [...] e di [...], dirette a sostituire le obbligazioni rimborsabili a breve scadenza con obbligazioni a più lunga durata, non rinforzano la tesi delle autorità francesi sull'accesso di FT ai mercati finanziari. Così, l'offerta di scambio proveniente dalla banca [...], che risale al luglio 2002 e che sarebbe stata trasmessa a FT il 17 luglio, contiene soltanto osservazioni preliminari su una possibile operazione di scambio⁽¹⁶⁷⁾ ed indica solo un prezzo indicativo pari a EURIBOR + 380 punti di base con una cedola dell'8,50 %⁽¹⁶⁸⁾. Quanto all'offerta della banca [...] del settembre 2002, essa non è stata firmata dalle parti e non contiene alcun tasso di rifinanziamento. La Commissione sottolinea che queste due offerte non sono pertinenti in quanto non sono state formalizzate e soltanto una di esse contiene un tasso indicativo, più elevato della media dei tassi delle emissioni di FT durante il 2002⁽¹⁶⁹⁾. In ogni caso, queste offerte sembrano essere posteriori alle dichiarazioni di sostegno esplicito dello Stato del luglio

2002 e non possono dunque dimostrare che FT aveva un accesso normale ai mercati finanziari.

(250) Quanto alle diverse operazioni citate dalle autorità francesi⁽¹⁷⁰⁾, in particolare l'emissione da parte di FT di obbligazioni e di obbligazioni rimborsabili mediante azioni («ORA») durante il 2002⁽¹⁷¹⁾, la Commissione rileva che neppure esse dimostrano che FT aveva accesso al mercato a condizioni appropriate. A tale riguardo, essa precisa che l'importo totale delle emissioni è assai al di sotto⁽¹⁷²⁾ della media di FT nel periodo 1997-2003⁽¹⁷³⁾. Solo l'emissione di ORA è rilevante⁽¹⁷⁴⁾, ma si tratta per l'appunto di uno strumento utilizzato quando il rischio è grande e il costo di un'emissione di obbligazioni ordinarie sarebbe troppo elevato.

(251) Quanto all'affermazione delle autorità francesi secondo la quale esse hanno preferito ricorrere al credito consorziale piuttosto che al mercato obbligazionario per rifinanziarsi, essa non è indicativa della capacità di FT di rifinanziarsi a condizioni adeguate. Infatti, il credito consorziale cui si riferiscono le autorità francesi nelle osservazioni del 22 gennaio 2004 risale al 14 febbraio 2002, cioè ad una data anteriore all'abbassamento del rating di FT da parte delle agenzie di rating. Per contro, l'uso per molti mesi di questo strumento di credito a breve termine al posto di un'emissione di obbligazioni a più lungo termine, che avrebbe permesso di rifinanziare una parte del debito dell'impresa⁽¹⁷⁵⁾, sembra confermare che l'accesso di FT ai mercati finanziari non era facile. Questa situazione è stata del resto confermata dalle autorità francesi nelle osservazioni del 22 gennaio 2004, secondo le quali il ricorso al credito consorziale era meno oneroso per FT dell'accesso al mercato obbligazionario.

(252) Sulla base di tutto ciò che precede la Commissione ritiene che FT debba essere considerata, nel primo semestre 2002, come un'impresa in difficoltà ai sensi degli orientamenti⁽¹⁷⁶⁾.

(253) Tuttavia, le misure in causa non possono essere considerate aiuti per il salvataggio e la ristrutturazione di un'impresa in difficoltà perché non soddisfano le condizioni di autorizzazione previste dagli orientamenti. In proposito la Commissione sottolinea anzitutto che le autorità francesi non hanno fatto valere alcun argomento in tal senso e non hanno mai affermato che le misure erano dirette al salvataggio e alla ristrutturazione di FT. Al contrario, le autorità francesi si sono sempre opposte a che FT venga considerata un'impresa in difficoltà ai sensi degli orientamenti ed hanno sottolineato la buona salute operativa dell'impresa.

(254) Le misure in causa non possono costituire aiuti per il salvataggio. Infatti, gli orientamenti prevedono che il credito debba essere remunerato, cosa che non si è verificata nella fattispecie. Inoltre, gli aiuti devono essere giustificati da gravi motivi di carattere sociale e nessun elemento a disposizione della Commissione indica che senza tale aiuto si sarebbe prodotta una situazione

d'emergenza sul piano sociale. Infatti, poiché gli attivi di FT erano sani dal punto di vista operativo, ove FT fosse stata obbligata a cedere attivi per far fronte alle necessità di finanziamento, assai probabilmente non vi sarebbe stato nessun problema sociale grave. Gli orientamenti prevedono altresì che l'importo dell'aiuto di salvataggio si limiti a quanto è necessario per l'esercizio dell'impresa durante il periodo per il quale l'aiuto è autorizzato. Orbene, nella fattispecie la Commissione non ha alcun elemento che le consenta di assicurarsi che l'impegno dello Stato a sostenere l'impresa era limitato all'esercizio di FT. Per di più, le autorità francesi non hanno formalmente notificato le misure in questione come aiuti per il salvataggio, né hanno affermato che esse erano dirette al salvataggio di FT. L'aiuto per il salvataggio deve essere rimborsato nei 12 mesi successivi alla data dell'ultimo versamento; orbene, il compenso mediante azioni di FT non può costituire un rimborso ai sensi degli orientamenti, ma costituisce un semplice conferimento di capitale, perché nulla garantisce che il valore nominale delle azioni corrisponderà all'importo dell'aiuto. Gli orientamenti prevedono inoltre che l'aiuto di salvataggio è accordato soltanto per un periodo massimo di 6 mesi. Orbene, la linea di credito è aperta per un periodo di 18 mesi, dunque per un termine più lungo di quello autorizzato.

(255) Le misure in causa non possono neanche costituire aiuti alla ristrutturazione. Su domanda della Commissione in sede di avvio del procedimento, le autorità francesi hanno presentato il piano *Ambition 2005*. La lettura del piano ha confermato che FT entrava in una fase di profonda ristrutturazione, tanto industriale quanto finanziaria. Di conseguenza, la Commissione ritiene che i provvedimenti finanziari adottati dalle autorità francesi a sostegno di FT potessero costituire aiuti di ristrutturazione ai sensi degli orientamenti. Ciò detto, la Commissione non può considerare queste misure compatibili con il mercato comune a norma dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), del trattato e a norma degli orientamenti. Occorre infatti rilevare che secondo gli orientamenti «gli aiuti alla ristrutturazione danno luogo a preoccupazioni particolari per la concorrenza». Di conseguenza, questi aiuti possono essere accordati «solo in funzione di criteri rigorosi e della garanzia che gli eventuali effetti di distorsione della concorrenza provocati dagli aiuti saranno compensati dai vantaggi derivanti dal mantenimento in vita dell'impresa ... e, se del caso, da contropartite sufficienti a favore dei concorrenti». Orbene, le informazioni fornite dalle autorità francesi non contengono alcun elemento al riguardo; in particolare, le autorità francesi non hanno comunicato alla Commissione alcuni degli elementi di cui all'allegato I degli orientamenti, segnatamente la descrizione dettagliata dell'aiuto (con una proposta di contropartite) e gli studi di mercato, che sono indispensabili perché la Commissione possa pronunciarsi sulla portata delle distorsioni della concorrenza e, conseguentemente, stabilire le contropartite necessarie per verificare la compatibilità dell'aiuto.

(256) La Commissione ne conclude che i provvedimenti finanziari adottati dalle autorità francesi a sostegno di FT sono incompatibili con il mercato comune a norma

dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), del trattato e a norma degli orientamenti.

10. RECUPERO DELL'AIUTO

(257) Alla luce di quanto precede, il prestito d'azionista del dicembre 2002 costituisce un aiuto pubblico incompatibile con il mercato comune. A norma dell'articolo 14 del regolamento (CE) n. 659/1999, la Commissione dovrebbe dunque chiederne il recupero.

(258) Naturalmente, perché si possa procedere all'esecuzione di quest'obbligo occorre che nella decisione si stabilisca in modo relativamente preciso l'importo dell'aiuto oppure — ove ciò non sia possibile — siano specificati i parametri che permetteranno allo Stato membro, in cooperazione con la Commissione, di procedere a tale calcolo successivamente.

(259) A tale riguardo, la Commissione non è in grado di procedere, in questa fase, ad una quantificazione precisa degli aiuti in questione.

(260) È ben vero che l'analisi sulla base della situazione del mercato prima delle dichiarazioni del luglio 2002 suggerisce l'esistenza di un vantaggio considerevole accordato a FT. Tuttavia, la Commissione non ritiene opportuno fondarsi su questi soli elementi per quantificare l'aiuto. Infatti, l'uso della situazione del mercato prima delle dichiarazioni del luglio 2002, se, da un canto, permette di tener conto dell'effetto sui mercati delle dichiarazioni preliminari delle autorità francesi, dall'altro non consente di distinguere questi effetti dagli altri eventuali effetti prodotti da avvenimenti come il cambiamento della direzione di FT o il piano *Ambition 2005*. Pertanto, questa valutazione offre solo una visione «approssimativa» che probabilmente non corrisponde esattamente al vantaggio percepito da FT.

(261) Nonostante tutti i suoi sforzi, la Commissione non è stata in grado di ottenere una valutazione ragionevole dell'impatto finanziario «netto» delle misure notificate, il quale dovrebbe essere stabilito in base ad un calcolo teorico che distingua gli effetti delle dichiarazioni e iniziative imputabili allo Stato da qualsiasi altro fatto che abbia potuto incidere sulla situazione di FT o sulla percezione di tale situazione da parte dei mercati. Non sembra neppure possibile inserire nella decisione parametri di calcolo sufficientemente precisi per poter effettuare il calcolo definitivo in sede di esecuzione della decisione. In queste circostanze particolari, il rispetto dei diritti della difesa dello Stato membro potrebbe costituire un ostacolo al recupero, conformemente all'articolo 14, paragrafo 1, del regolamento (CE) n. 659/1999, secondo il quale «la Commissione non impone il recupero dell'aiuto qualora ciò sia in contrasto con un principio generale del diritto comunitario».

(262) Questa conclusione sembra derivare anche dal principio del legittimo affidamento. È ben vero che la Francia non ha presentato alla Commissione nessun argomento riguardante l'esistenza di un legittimo affidamento dei beneficiari dell'aiuto. Tuttavia, stando alla giurisprudenza della

Corte ⁽¹⁷⁷⁾ la Commissione è tenuta a prendere d'ufficio in considerazione le circostanze eccezionali che, a norma dell'articolo 14, paragrafo 1, del regolamento (CE) n. 659/1999, giustificano una rinuncia al recupero degli aiuti accordati illecitamente ove tale recupero sia in contrasto con un principio generale del diritto comunitario, quale il rispetto del legittimo affidamento dei beneficiari.

(263) Nel valutare la conformità della misura in causa con le norme sugli aiuti pubblici, la Commissione ha tenuto conto delle dichiarazioni governative. Preso isolatamente, il progetto di prestito d'azionista probabilmente non sarebbe stato considerato come un aiuto ai sensi del trattato. Tuttavia, la Commissione è giunta alla conclusione che le dichiarazioni avevano avuto l'effetto di ridare fiducia al mercato nei confronti dell'impresa, escludendo in tal modo l'applicazione del principio dell'investitore privato avveduto e facendo del progetto di prestito d'azionista la materializzazione dell'aiuto concesso a FT. La Commissione riconosce che questa è la prima volta che esamina la questione se questo tipo di comportamento costituisca un aiuto. Pertanto, poiché l'aiuto dipende da comportamenti che hanno preceduto la notifica del progetto di prestito, un operatore diligente avrebbe potuto fare affidamento sulla legittimità del comportamento dello Stato membro interessato, che, da parte sua, aveva debitamente notificato il progetto di prestito. Come è stato detto dall'avvocato generale Darmon nelle conclusioni relative alla causa C-5/98 ⁽¹⁷⁸⁾, «non si possono sottovalutare le incertezze in cui possono trovarsi alcune imprese, dinanzi a forme "atipiche" di aiuti, quanto all'obbligo o meno di notifica».

(264) La Commissione conclude che FT ha potuto nutrire un legittimo affidamento quanto al fatto che i comportamenti della Francia non costituissero un aiuto pubblico. Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene che, nella

fattispecie, ordinare il recupero dell'aiuto sarebbe contrario ai principi generali del diritto comunitario.

11. CONCLUSIONI

(265) La Commissione, avendo rilevato che il prestito d'azionista concesso dalla Francia a FT nel dicembre 2002 sotto forma di una linea di credito di 9 miliardi di euro costituisce, nel contesto delle dichiarazioni formulate a partire dal luglio 2002, un aiuto pubblico,

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

Articolo 1

Il prestito d'azionista concesso dalla Francia a France Télécom nel dicembre 2002 sotto forma di una linea di credito di 9 miliardi di euro costituisce, nel contesto delle dichiarazioni formulate a partire dal luglio 2002, un aiuto pubblico incompatibile con il mercato comune.

Articolo 2

L'aiuto di cui all'articolo 1 non deve essere oggetto di recupero.

Articolo 3

La Repubblica francese è il destinatario della presente decisione.

Fatto a Bruxelles, 2 agosto 2004

Per la Commissione

Frederik BOLKESTEIN

Membro della Commissione

Note

- (¹) GU C 57 del 12.3.2003, p. 5.
- (²) V. i punti da 1 a 8 della decisione di avvio del procedimento che devono essere considerati parte integrante della presente decisione.
- (³) V. nota 1.
- (⁴) Parte che non desidera rendere nota la propria identità.
- (⁵) Denominata anche MCI ai fini della presente decisione.
- (⁶) Parte che non desidera rendere nota la propria identità.
- (⁷) Alle quali era allegata una denuncia presentata dalle stesse società in data 22 gennaio 2003.
- (⁸) Parte che non desidera rendere nota la propria identità.
- (⁹) La società LDCOM ha fatto pervenire alla Commissione un errata corrigé che è stato inviato alle autorità francesi il 16 giugno 2003.
- (¹⁰) In data 30 luglio 2003 le autorità francesi hanno inviato, per posta elettronica, una versione corretta di uno degli allegati.
- (¹¹) 2003/S 103-091487.
- (¹²) Parte che non desidera rendere nota la propria identità.
- (¹³) Contiene una consulenza realizzata dal sig. Sureau.
- (¹⁴) Contiene tre relazioni redatte da tre esperti nominati da FT (C.D. Ehlermann, Y. Galmot e J. Studzinski della banca HSBC).
- (¹⁵) La lettera contiene studi di autori che desiderano mantenere l'anonimato. Si tratta di uno studio economico, di uno studio sul diritto inglese, di uno studio sul diritto americano e di uno studio sul diritto francese relativo al carattere vincolante delle dichiarazioni dello Stato.
- (¹⁶) Contiene le relazioni di esperti di cui al punto 4.13.
- (¹⁷) Lo stato detiene sempre la maggioranza del capitale di FT. V. considerando 60.
- (¹⁸) V. i punti da 9 a 12 della decisione di avvio del procedimento. Secondo la relazione «L'Etat actionnaire» (Lo Stato azionista) del 2003, FT ha 240 000 dipendenti in 39 paesi.
- (¹⁹) Audizione di Thierry Breton, amministratore delegato di FT, di fronte alla commissione d'indagine sulla gestione delle imprese pubbliche, seduta del 4 giugno 2003.
- (²⁰) «I "credit rating" sono utilizzati dagli investitori come indicatore della probabilità di ottenere un rimborso conformemente alle condizioni che disciplinano il loro investimento. I credit rating nella "categoria investimento" (scala internazionale che comprende i valori da "AAA" a "BBB" per i titoli a lungo termine e i valori da "F1" a "F3" per i titoli a breve termine) indicano una probabilità relativamente modesta di mancato rimborso, mentre i credit rating nella "categoria speculativa" o "non investment" (scala internazionale che comprende valori compresi tra "BB" e "D" per i titoli a lungo termine e tra "B" e "D" per i titoli a breve) possono indicare una maggiore probabilità di mancato rimborso o l'avvenuto mancato rimborso.» (sito Internet di Fitchs Rating: <http://www.fitchratings.com/>)
- (²¹) Fonte Moody's: «Moody's pone sotto osservazione i rating del debito a lungo termine di France Télécom e Orange in vista di un possibile declassamento — questa operazione interessa titoli di debito per un valore complessivo di circa 60 miliardi di euro ... I rating di France Télécom sotto osservazione per tale possibile declassamento riguardano i seguenti titoli: Convertible global bonds, Euro MTNs, Eurobonds, Floating Rate Euro MTNs, Floating Rate French Franc Bonds, French Bonds, Swiss Franc Bonds, il rating dell'emittente e il rating dei prestiti bancari.... l'eventuale riduzione del rating dovrebbe essere di un solo livello (notch)»
- (²²) «Il rating "BBB+" dell'esposizione a lungo termine di France Télécom è stato posto sotto osservazione per un possibile declassamento (*CreditWatch negativo*); è stato confermato il rating A2... Questa decisione segue la notizia secondo la quale l'autorità di controllo della borsa tedesca aprirà un'indagine su un possibile accordo tra France Télécom, il principale azionista (Gerhard Schmid) della consociata tedesca Mobilcom AG di cui France Télécom detiene il 28,5 % e un consorzio di banche europee in merito alle condizioni per un cambiamento del controllo di Mobilcom»
- (²³) «Moody's Investors Service ha posto sotto osservazione il rating a breve termine Prime-2 di France Télécom (FT) in vista di un possibile declassamento; ciò a seguito della decisione dell'agenzia di rating di estendere la portata del monitoraggio costante di FT. Continuerà il monitoraggio costante per il declassamento del rating "Baa1" applicato all'indebitamento a lungo termine di FT e Orange plc. L'agenzia di rating Moody's ha rivisto i propri orientamenti, prospettando la possibilità di un declassamento di due livelli del rating dell'indebitamento a lungo termine, pur ritenendo che esso resterà nella "categoria investimenti". Il monitoraggio del rating Prime-2 concesso da Moody's a FT riflette la preoccupazione dell'agenzia di rating in merito alla capacità di FT di dare attuazione alla strategia di riduzione del debito. Moody's ha osservato che la lentezza con cui FT sta completando le cessioni patrimoniali e il continuo peggioramento dell'andamento del mercato dei capitali in questo settore potrebbero ulteriormente ridurre la capacità di FT di migliorare la propria flessibilità finanziaria e di centrare gli obiettivi di riduzione del debito»
- (²⁴) «Oggi Standard & Poor's ha reso noto che resta immutato il rating di France Télécom (BBB+/Watch Neg/A-2) e tale valutazione si applica anche al rating delle emissioni obbligazionarie a breve (corporate credit rating). Il 28 marzo 2002 Standard & Poor's, nel porre sotto osservazione (credit watch) il rating delle emissioni obbligazionarie (corporate credit rating) a lungo termine di France Télécom, ha indicato che l'eventuale declassamento sarebbe stato di un solo livello (notch), confermando il rating dell'esposizione a breve. Questa valutazione resta tuttora valida»
- (²⁵) «... Nonostante l'aspettativa di un aumento dell'EBITDA (margine operativo lordo) a circa 14 miliardi di euro nel 2002, FT, dato il notevole fabbisogno per interessi e spesa in conto capitale, non dovrebbe generare un cash flow al netto di tali impieghi che le consenta di ridurre a breve termine l'indebitamento. Una significativa riduzione del debito di FT dipende dalla cessione di attività e dalle azioni proprie.
- Secondo Moody's la capacità di FT di ridurre l'indebitamento entro un arco di tempo relativamente breve trova un ostacolo sempre maggiore nel calo del suo patrimonio netto, che diminuisce il valore potenziale delle azioni proprie detenute da FT, riducendo la probabilità di conversione di numerose obbligazioni convertibili e determinando potenzialmente un valore di realizzo più basso per le previste cessioni di attività non strategiche (non-core). Ciononostante Moody's riconosce che questa situazione potrebbe cambiare. L'impatto positivo delle previste cessioni di attività dovrebbe inoltre essere in parte annullato da varie sopravvenienze passive destinate ad avere ripercussioni negative su FT;
- l'outlook negativo collegato al rating Baa3 riflette i rischi di inadempimento connessi all'elevato fabbisogno di rifinanziamento del debito di questa società fortemente indebitata. Moody's non nutre preoccupazioni per quanto concerne la liquidità immediata, ma rileva che nel 2003 le scadenze del debito a lungo termine cui FT deve far fronte ammontano complessivamente a circa 15 miliardi di euro.»
- (²⁶) «In data odierna Standard & Poor's ha reso noto di aver proceduto a un declassamento del rating del debito a breve e lungo termine di FT da BBB+/A-2 a BBB/A-3. Sostanzialmente il declassamento riflette le attese di Standard & Poor's, relative all'acquisizione da parte di FT della quota del 71,5 % (che FT non detiene attualmente) dell'operatore

- mobile tedesco Mobilcom e all'incapacità di FT di ridurre l'indebitamento in misura sufficiente e in tempi abbastanza rapidi da consentirle di conservare una misurazione del rischio di credito coerente con i rating precedenti. Standard & Poor's ha inoltre declassato da BBB+ a BBB il rating delle emissioni obbligazionarie (corporate credit rating) a lungo termine di Orange SA, società controllata di FT operante nel settore della telefonia mobile. Il rating a lungo termine per entrambe le società rimane sotto osservazione con un CreditWatch negativo, così come deciso il 28 marzo 2002, visto l'impegnativo fabbisogno di rifinanziamento di FT, che comporta tra l'altro obbligazioni finanziarie per 15 miliardi di euro nel 2003»
- (27) Fitch ha declassato il rating di FT il 5 luglio 2002 e S & P lo ha fatto il 12 luglio 2002. In un comunicato stampa di S & P del 12 luglio 2002 si leggeva: «FT potrebbe avere difficoltà a rifinanziare il debito in scadenza nel 2003».
- (28) Audizione di Vincent de la Bachelerie, revisore di FT, davanti alla già citata commissione di indagine: «per legge dobbiamo attivare la procedura di preallarme, non appena si sia in presenza di determinati criteri e indicatori. Tale procedura non era applicabile fino a metà 2002, quando si è imposto un segnale dato dal mercato, ovvero il declassamento del rating di France Télécom. Nel quadro del nostro mandato di revisori, siamo stati pertanto indotti ad affrontare la questione in sede di collegio sindacale e di consiglio di amministrazione ed abbiamo chiesto la presentazione al consiglio di amministrazione di un piano di liquidità a breve termine in grado di far fronte alle eccezionali difficoltà di liquidità. Va detto che questo vincolo è comparso tardivamente, in quanto fino ad allora la società aveva i mezzi per rifinanziarsi e del resto aveva raccolto finanziamenti consistenti, in particolare attraverso strumenti jumbo. Pertanto, quando con il declassamento del rating si è manifestato il grave problema della liquidità, abbiamo richiesto l'aggiornamento delle previsioni di cassa. In occasione del bilancio semestrale, stabilito all'inizio di settembre 2002 e adottato dal consiglio il 12 settembre 2002, è stata esaminata la situazione delle disponibilità liquide a breve termine, poiché è sul breve periodo, ovvero entro un anno, che si valutano le prospettive di liquidità. La situazione, che all'epoca era critica, è stata ufficializzata nella relazione allegata al bilancio al 30 giugno 2002.»
- (29) Il testo delle dichiarazioni del governo francese è riportato al considerando 204.
- (30) Analisi di Goldam Sachs: «FT stava per subire il declassamento a livello di 'junk bond' sia da parte di Moody's sia da parte di S & P» (FT was on the brink of «junk» status with both Moody's and S & P's).
- (31) Non più sotto osservazione, outlook stabile (*Off Watch; Outlook Stable*), Teleconf 3:30PM BST Today, Standard & Poor's Ratings direct (12 luglio 2002).
- (32) Audizione di Thierry Breton, amministratore delegato di FT, dinanzi alla commissione degli Affari economici dell'Assemblea nazionale in data 11 dicembre 2002: «Ha osservato che il disposto piano di finanziamento non era stato rispettato e all'inizio del 2001 l'aggravamento era tale che si poteva prevedere una crisi di liquidità per l'estate 2003 ... Thierry Breton ha dichiarato che l'impresa, su cui incombeva il rischio di insolvenza, si era trovata in uno stato di shock ... dovuto all'ammontare dell'indebitamento, in quanto doveva trovare disponibilità liquide che le consentissero di rimborsare 15 miliardi di euro nel 2003 e nel 2004, e 20 miliardi di euro nel 2005».
- (33) Senato, seduta del 21 novembre 2002: parere presentato a nome della commissione degli Affari economici e del piano sul progetto di legge finanziaria per il 2003, adottato dall'Assemblea nazionale.
- (34) Questi dati sono tratti dall'allegato della lettera delle autorità francesi del 3 dicembre 2002. Ciò premesso, va aggiunto che a p. 25 della stessa lettera le autorità francesi stimano in 15 miliardi di euro i debiti obbligazionari in scadenza nel 2003. Analoga differenza si riscontra per quanto concerne i debiti obbligazionari in scadenza entro il 2004, il cui importo viene stimato in 18,8 miliardi di euro nell'allegato 2 e in 23,9 miliardi di euro a p. 20 della lettera citata.
- (35) V. la 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 (di seguito «relazione della commissione d'indagine» o più brevemente «commissione d'indagine»): «La commissione ha voluto analizzare nel dettaglio la strategia e la procedura delle acquisizioni internazionali di France Télécom e EDF, tenuto conto delle gravi conseguenze di tali operazioni sui bilanci delle due società (per quanto riguarda France Télécom, le perdite attribuibili agli accantonamenti e agli ammortamenti straordinari connessi alle acquisizioni del periodo 1998-2002 ammontano a 28,5 miliardi di euro per il 2001 e il 2002). In linea di massima sono presenti gli stessi fattori: fretta eccessiva nel dar corso ad acquisizioni di tale portata (in un anno, dal 1999 al 2000 France Télécom ha riservato 65 milioni di euro a queste operazioni), attenzione insufficiente ai rischi economici, politici o geopolitici, modalità di finanziamento particolarmente imprudenti ... In un clima di preoccupazione, emergenza e incertezza, l'impresa si è orientata, a decorrere dal 1999, verso una crescita esterna ambiziosa e confusa, privilegiando l'accesso ai mercati del Regno Unito e della Germania.»
- V. anche il comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze del 5 dicembre 2002: «... attualmente l'impresa deve far 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 dovuta all'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».
- (36) «Secondo le informazioni comunicate dalle autorità francesi, la spiegazione di questo livello di indebitamento risiederebbe nel notevole sviluppo esterno che FT ha conosciuto a partire dal 1999 e finanziato esclusivamente attraverso prestiti senza utilizzare, a differenza dei concorrenti, i meccanismi di aumento del capitale o operazioni di scambio di azioni, data la prescrizione di legge che mira a garantire il controllo della maggioranza del capitale di FT da parte dello Stato. Le autorità francesi hanno peraltro citato anche l'inversione di tendenza sui mercati come causa della mancata attuazione dei successivi piani di riduzione del debito ... Nel corso del 2000 l'impresa ha finanziato massicciamente le proprie acquisizioni sui mercati obbligazionari e bancari: il totale delle emissioni di prestiti a lungo termine di FT raggiunge 59 miliardi di euro nel biennio 2000-2001, e la stessa linea di credito di 15 miliardi di euro non è altro che il rifinanziamento parziale di un finanziamento bancario concesso, per acquisizioni, a metà del 2000 per 30 miliardi di euro...» (punti 20 e 21 della decisione di avvio del procedimento).
- (37) Comunicato stampa di FT del 5 dicembre 2002, p. 2. V. anche l'audizione di Thierry Breton, amministratore delegato di FT, dinanzi alla commissione degli Affari economici in data 11 dicembre 2002: «durante il 2000 FT ha effettuato una serie di acquisizioni, per un costo totale di 106 miliardi di euro (acquisto di Orange PLC, NTL, Equant, TPSA)».
- (38) Audizione di Thierry Breton, amministratore delegato di FT, dinanzi alla citata commissione degli Affari economici: «Complessivamente, dei circa 100 miliardi di euro destinati alle acquisizioni, 75 sono stati utilizzati per lo sviluppo della strategia nel settore della telefonia mobile, 10 miliardi sono stati investiti nell'operazione TPSA, 11,2 miliardi sono stati destinati all'operazione Mobilcom e 9 miliardi a quella relativa a NTL». V. anche la relazione Goldman Sachs del 26 settembre 2002 che ha chiarito che il debito era stato «accumulato a seguito di una serie di operazioni effettuate nel 2000, segnatamente l'acquisizione di Orange e la joint venture Mobilcom» (amassed through a series of transactions in 2000, mainly the acquisition of Orange and the Mobilcom joint venture).
- (39) Citata commission d'indagine: «Nel caso di Orange, che ha contribuito in misura determinante all'esplosione dell'indebitamento del gruppo

Relazione informativa del Senato n. 274, allegata al verbale della seduta del 21 febbraio 2002: «Il 29 maggio 2000, France Télécom e il gruppo Vodafone hanno concluso un accordo in base al quale France Télécom doveva acquistare da Mannesmann tutte le azioni del capitale di Orange plc, operatore britannico di telecomunicazioni mobili. A questo accordo è stata data esecuzione il 22 agosto 2000 mediante l'acquisto da parte di France Télécom di 664 743 658 azioni Orange per un corrispettivo in contanti di 21,5 miliardi di euro e il conferimento a France Télécom da parte di Vodafone di 544 559 931 azioni Orange, remunerato dall'emissione di 129 201 742 azioni France Télécom a un prezzo unitario di 140,2 euro, per le quali Vodafone accettava il divieto di esercitare i relativi diritti di voto. Contemporaneamente France Télécom ha concesso a Vodafone una serie di opzioni di vendita sulle azioni France Télécom che erano state emesse a suo favore e Vodafone ha concesso a France Télécom un'opzione di acquisto parziale o totale sulle proprie azioni France Télécom. France Télécom ha immediatamente riacquisito da Vodafone 15 355 531 azioni France Télécom al prezzo di emissione; ne consegue che Vodafone detiene soltanto il 9,9 % del capitale di France Télécom ... A seguito della quotazione in borsa di Orange SA avvenuta il 13 febbraio 2001, Vodafone e France Télécom hanno, il 28 febbraio 2001, raggiunto un accordo sulle modalità di vendita a France Télécom dei 113,85 milioni di azioni France Télécom ancora detenute da Vodafone. L'accordo stabilisce le modalità generali di esercizio delle opzioni di vendita e di acquisto delle azioni France Télécom detenute da Vodafone e fissa il prezzo complessivo di queste azioni intorno a 11,63 miliardi di euro circa ... Il terzo versamento potrebbe comportare un'integrazione ... L'importo di tale integrazione potrebbe ammontare fino a circa 1,5 miliardi di euro ... In base a tale accordo il costo totale dell'acquisizione di Orange plc ammonta a 35 472 milioni di euro».

V. anche la relazione della citata commissione d'indagine: «L'acquisto del valore di 43,2 miliardi di euro (successivamente ridimensionamento a 35,4 miliardi di euro a febbraio 2001) è stato finanziato per metà in contanti (21,5 miliardi di euro) e per metà mediante scambio di azioni (18,1 miliardi di euro). Ma a questo proposito France Télécom si impegnava a riacquistare al prezzo minimo di 104 euro le azioni cedute. Non c'erano dubbi che il venditore avrebbe preteso l'esercizio delle opzioni di riacquisto ... Dato il crollo della borsa avvenuto a partire dall'autunno 2000, si è poi concretizzato il rischio che il gruppo francese fosse costretto a pagare in contanti il 100 % di Orange, con due versamenti di 6,631 miliardi di euro e di 4,973 miliardi di euro a favore di Vodafone eseguiti rispettivamente a marzo 2001 e 2002.»

- (40) Commissione d'indagine: «È in questo difficile contesto che si è inserito il progetto di ingresso nel capitale di Mobilcom È evidente che l'acquisizione di una partecipazione tanto rilevante non è stata oggetto di una riflessione realmente approfondita, benché comportasse notevoli rischi ... A marzo 2000 France Télécom ha quindi investito 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): ciò equivale a un premio di 570 milioni di euro. France Télécom era tenuta a procedere a questo conferimento, che consisteva innanzitutto nella prestazione di una garanzia irrevocabile, anche nel caso in cui non avesse ottenuto la licenza UMTS.

Inoltre, nel quadro di un accordo di cooperazione del quale lo scrivente relatore è venuto a conoscenza, France Télécom si impegnava a fornire a Mobilcom un sostegno finanziario illimitato ai fini della partecipazione al meccanismo delle aste e allo sviluppo dell'attività UMTS in Germania ... A fronte di questi impegni, i rischi a carico di Mobilcom erano notevoli. A quanto sembra, il business plan elaborato a sostegno dell'operazione era molto carente. Per quanto riguarda prima di tutto lo sviluppo dell'UMTS, il prezzo delle licenze veniva stimato in 2 o 3 miliardi di euro, proprio nel momento in cui dallo svolgimento delle aste in Gran Bretagna nei mesi di marzo e aprile 2000 emergeva la proliferazione delle licenze. Ad agosto 2000 il costo delle licenze tedesche raggiungeva 8,4 miliardi di euro, senza che France Télécom si preoccupasse di procedere a un disimpegno, benché due mesi prima avesse investito 43 miliardi di euro nell'acquisizione di Orange [sottolineatura aggiunta]... Si sarebbe infatti

dovuta attendere l'estate 2002 per l'avvio di due missioni di audit sulle prospettive dell'operatore tedesco — missioni dalle quali sono emerse l'estrema fragilità dell'impresa, il basso livello qualitativo della sua clientela e l'evidente impossibilità di rendere redditizio l'investimento.»

- (41) Commissione d'indagine: «Si ricorderà inoltre che France Télécom, parallelamente a questa rilevante attività di assunzione di partecipazioni [NTL, Mobilcom, Orange], ha nello stesso tempo continuato ostinatamente ad effettuare acquisizioni opportunistiche, di carattere soltanto marginale rispetto alla sua strategia internazionale. Benché il loro interesse industriale fosse spesso reale, esse aumentavano inutilmente l'esposizione dell'operatore ai rischi industriali e ne rendevano più gravosi gli impegni finanziari ... Ancora una volta, è lecito porsi domande sulla portata dell'investimento che pur poteva apparire attraente (7,69 miliardi di euro cui occorre aggiungere 1,5 miliardi di euro per l'opzione di riacquisto concessa al partner e un programma di investimento di 6,7 miliardi di euro su 7 anni, destinato tuttavia ad essere per la maggior parte autofinanziato): ciò in un momento in cui — a causa soprattutto dell'acquisizione di Orange — la capacità di finanziamento del gruppo era in larga misura impegnata (con un indebitamento 2,7 volte superiore al patrimonio netto) e allorché apparivano evidenti segnali di una crisi di borsa ... Che cosa si deve pensare delle dichiarazioni rese in merito a questa operazione da Michel Bon dinanzi a questa commissione: "Sarebbe stato preferibile interrompere l'operazione, ma ormai il via era stato dato"?»

L'esempio di TPSA è illuminante. L'operatore francese ha presentato la propria offerta di acquisizione dell'operatore storico polacco quando ne è stata varata la privatizzazione nel settembre 1999.

- (42) Commissione d'indagine: «a luglio [1999], France Télécom ha voluto cogliere l'opportunità di penetrare sul mercato britannico diventando l'azionista di riferimento di NTL. Le motivazioni industriali del progetto erano senza dubbio valide ... L'operatore francese ha complessivamente assunto impegni per 8,122 miliardi di euro in un investimento il quale, una volta previsto concretamente il riacquisto di Orange, perdeva quasi ogni interesse strategico e sul quale FT esercitava soltanto un controllo di minoranza. Non cessa di sorprendere la leggerezza con la quale il management dell'impresa sembra aver analizzato la situazione».
- (43) «Il ministero dell'Economia, delle finanze e dell'industria smentisce le informazioni secondo le quali Thierry Breton avrebbe accettato la presidenza di France Télécom quale successore di Michel Bon.» Comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze del 12 settembre 2002, comitato tecnico ministeriale paritetico.
- (44) Comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze del 13 settembre 2002, *situazione finanziaria di France Télécom*.
- (45) «Moody's rivede al rialzo l'outlook di France Télécom e Orange da negativo a stabile e conferma il rating Baa3 per il debito a lungo termine e il rating Prime-3 per il debito a breve termine» (Moody's changes France Télécom and Orange's outlook to stable from negative and affirms the Baa3 long-term debt ratings and prime-3 short-term rating), 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) (sottolineatura aggiunta).

- (46) Comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze di mercoledì 2 ottobre 2002, *France Télécom*.
- (47) Comunicato stampa di FT del 5 dicembre 2002, p. 1.
- (48) P. 27 della lettera delle autorità francesi del 3 dicembre 2002.
- (49) Comunicato stampa del ministro dell'Economia e delle finanze del 4 dicembre 2002, *Sostegno dello Stato al piano d'azione approvato dal consiglio di amministrazione di France Télécom*.
- (50) V. anche la relazione annuale di France Télécom per il 2002: «France Télécom ha peraltro emesso, in data 29 luglio 2002, un prestito obbligazionario rimborsabile soltanto in azioni ST Microelectronics al tasso del 6,75 %, per un importo di 442 milioni di euro, con scadenza 6 agosto 2005. I tassi ottenuti sono indicizzati su quelli del mercato monetario con una maggiorazione.»
- (51) Agence France Presse (AFP), 13 gennaio 2003: «France Télécom ha appena avviato una nuova fase del proprio piano di rifinanziamento sul mercato obbligazionario mediante un prestito di 3 miliardi di euro ... Le condizioni dell'operazione saranno rese note entro la fine della settimana.»
- Da un articolo del «Financial Times» del 15 gennaio 2003: «Oggi FT rassicurerà gli investitori circa il suo cash flow nel 2003 raccogliendo 5,5 miliardi di euro sul mercato obbligazionario. [...] Attualmente disporrebbe di tutta la liquidità necessaria per onorare il debito di 15 miliardi di euro che giunge a scadenza quest'anno [...] FT deve inoltre rimborsare debiti per 35 miliardi di euro nel 2004 e 2005» (FT will today settle investor doubt about its cash flow situation in 2003 by raising €5.5 billion in the bond market. [...] It would now have all the cash it needs to honor €15 billion of debts that falls due for repayment this year [...] FT also faces €35 billion of debt repayments in 2004 and 2005).
- (52) *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) (sottolineatura aggiunta). Questa affermazione fa seguito a quella di Standard & Poor's del 5 dicembre: «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 9€ billion shareholder loan to help FT face its 2003 debt obligations is viewed by Standard & Poor's as strong evidence of this support) (sottolineatura aggiunta).
- (53) *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. Anche se non è stato ancora precisato il calendario dell'emissione riservata agli azionisti, 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»
- (54) Alla data del 17 dicembre 2002 questo elemento era ancora molto importante per S & P; analogamente, era essenziale per Moody's a febbraio 2003. Nell'analisi dei fondamentali dell'impresa, quest'ultima agenzia considera i seguenti aspetti: i) il fatto che FT sia il principale operatore francese di telefonia fissa e mobile; ii) la possibile privatizzazione dell'impresa (la trasformazione di FT da struttura pubblica a società privata — *FT's path from Government Entity to Private Corporation*); iii) il fatto che «il governo francese ha sempre affermato il proprio sostegno a favore di France Télécom e l'intenzione di fornire, laddove necessario, il proprio sostegno finanziario per far fronte ai possibili problemi di liquidità. Lo dimostra il fatto che l'ERAP abbia messo a disposizione di France Télécom una linea di credito di 9 miliardi di euro per 18 mesi, con pagamento di interessi in contanti, ma rimborsabile soltanto in azioni France Télécom. Moody's tiene conto del sostegno dello Stato ai fini dell'attribuzione del rating Baa3» [The French government has consistently stated its support for FT and its willingness to provide financial support if required, thereby addressing potential liquidity concerns. This support has been evidenced by ERAP's providing a €9 billion loan facility to FT, which pays cash interest, but is only repayable in FT's equity, upon maturity in 18 months time ... Moody's factors government support into the Baa3 rating) (sezione «*Government seen as supportive*», sottolineatura aggiunta); iv) il fatto che «il rischio finanziario connesso al forte indebitamento di France Télécom non corrisponde alla categoria investimento (quadro questo compensato dalle buone performance operative e dall'implicito sostegno del governo francese [the financial risk of the highly leveraged FT is not commensurate with investment grade (compensated by strong operational performance/implicit support of French government)]) (sezione dal titolo «*Risks/Weaknesses*», sottolineatura aggiunta)».
- Tuttavia, dopo l'aumento di capitale, questo fattore non è più preso in considerazione e il rating si basa chiaramente sui dati finanziari di FT. S & P scrive, ad esempio, in data 14 maggio 2003: «Il 14 maggio 2003 S & P innalza il rating delle emissioni obbligazionarie a breve e lungo termine di FT da BBB- a BBB.... Ciò fa seguito alla recente emissione di 15 miliardi di euro riservata agli azionisti lanciata da FT ed è il risultato della valutazione — condotta da S & P — della strategia aziendale del gruppo varata dal nuovo management e delle possibilità di riduzione del debito derivanti dal piano volto a migliorare la generazione di cash flow nei prossimi tre anni»
- (55) GU C 288 del 9.10.1999, p. 2.
- (56) 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, p. 36).
- (57) BT cita, a p. 25 delle sue osservazioni del 22 gennaio 2003, una sentenza della Cour de cassation, Chambre commerciale, del 9 luglio 2002, sentenza n. 1414 FP-P.
- (58) Parere del sig. Sureau del 14 gennaio 2004.
- (59) L'autore di tale studio desidera mantenere riservata la propria identità.
- (60) Lettera della direzione del Bilancio del 22 luglio 2003 intitolata «Inventario dei meccanismi di garanzia implicita o esplicita concessa dallo Stato» (Recensement des dispositifs de garantie implicite ou explicite accordée par l'Etat).
- (61) Nelle osservazioni dell'11 aprile 2003 (p. 14), BT cita anche il ricorso all'ERAP per la realizzazione dell'operazione di sostegno e le diverse leggi che lo riguardano, come ad esempio la legge di modifica del suo statuto o quella relativa alla concessione di una garanzia esplicita.
- (62) BT si riferisce alla decisione 2000/536/CE della Commissione del 2 giugno 1999 relativa all'aiuto di Stato concesso dall'Italia all'impresa Seleo SpA (GU L 227 del 7.9.2000, p. 24).
- (63) GU C 71 dell'11.3.2000, p. 14.
- (64) V. commissione delle Finanze, dell'economia generale e della pianificazione, resoconto n. 26, seduta del 5 dicembre 2002, audizione di Thierry Breton, amministratore delegato di France Télécom.

- (⁶⁵) Decisione 2001/723/CE della Commissione, del 18 luglio 2001, relativa alla ricapitalizzazione della società Alitalia (GU L 271 del 12.10.2001, p. 28).
- (⁶⁶) Decisione 96/278/CE della Commissione, del 31 gennaio 1996, concernente la ricapitalizzazione della società Iberia (GU L 104 del 27.7.1996, p. 25).
- (⁶⁷) Questo dato tiene conto di tre distinti vantaggi: il migliorato rating di FT al momento del ricorso ai mercati obbligazionari, i risparmi conseguiti senza il declassamento del debito, visto che quest'ultimo è collegato al rating, e i risparmi realizzati in base alla scelta dei tempi.
- (⁶⁸) Decisione 98/490/CE della Commissione, del 20 maggio 1998, concernente gli aiuti accordati dalla Francia al gruppo Crédit Lyonnais, ultimo paragrafo della sezione 8 (GU L 221 dell'8.8.1998, p. 28).
- (⁶⁹) «Breve intervento dello Stato per ricordare che il rischio FT è in definitiva un rischio "quasi sovrano"» (Quelques mots de l'Etat venu rappeler que le risque de FT est finalement un risque «quasi-souverain»), «La Tribune» del 3 febbraio 2003.
- (⁷⁰) Punto 17 degli orientamenti.
- (⁷¹) Ora denominata Neuf Télécom.
- (⁷²) LDCOM fa riferimento a una relazione della Deutsche Bank del 22 luglio 2002.
- (⁷³) LDCOM si riferisce alla sentenza della Corte internazionale di giustizia, Raccolta della CIG del 1974, p. 267.
- (⁷⁴) Comunicato stampa del ministero delle Finanze del 12 settembre 2002.
- (⁷⁵) Tribunal commercial di Rouen, 10 marzo 1981, Jurisdata 1982-00382, Soc. Chapelle Darblay.
- (⁷⁶) Jurisclasseur commercial, redressement et liquidation judiciaires, 1995, fascicolo 3310.
- (⁷⁷) Sentenza della Corte del 15 febbraio 2001, causa C-99/98, Austria contro Commissione, Raccolta p. I-1101. Nella fattispecie gli articoli di stampa non disponevano di efficacia probatoria in quanto non provenivano né dall'impresa interessata né dal governo austriaco.
- (⁷⁸) Osservazioni di LDCOM del 23 giugno 2003, p. 23.
- (⁷⁹) Idem.
- (⁸⁰) LDCOM definisce lo spread nel mondo seguente: remunerazione di un prestito sul mercato obbligazionario. Corrisponde alla differenza tra il tasso d'interesse pagato da un emittente in base alle sue caratteristiche e il tasso di riferimento (obbligazioni statali in prestiti a lungo termine). Il livello e l'evoluzione degli spread consentono pertanto di visualizzare i rischi che i mercati associano a un dato emittente.
- (⁸¹) LDCOM osserva inoltre che elementi di aiuto potrebbero essere contenuti nell'annuncio, dato con il piano TOP, relativo alla realizzazione di un'iniziativa per la «mobilità» volta a favorire il ricollocamento dei funzionari dipendenti di FT nelle diverse branche della pubblica amministrazione.
- (⁸²) LDCOM propone in particolare il divieto di campagne di riconquista dei clienti sui mercati della voce, la fissazione di un tetto per le spese di marketing nel settore della voce e dei servizi Internet a banda larga, la limitazione delle risorse di marketing a disposizione di Wanadoo.
- (⁸³) LDCOM propone di vietare lo scarto temporale (*squeeze temporel*) e la compressione del margine in materia di accesso disaggregato, d'imporre a Wanadoo l'obbligo di approvvigionamento presso terzi per la rivendita Internet, di aumentare la redditività delle reti alternative mediante un aumento delle tariffe di interconnessione del traffico in entrata e di riservare ai concorrenti il vantaggio di sovvenzioni pubbliche nel quadro dello sviluppo di reti in zone a bassa redditività.
- (⁸⁴) Nella presente decisione vengono riportate soltanto le osservazioni connesse al controllo degli aiuti pubblici.
- (⁸⁵) 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.
- (⁸⁶) Articolo 80 della legge 2002-1576 del 30 dicembre 2002 relativa alla legge finanziaria correttiva per il 2002.
- (⁸⁷) Il primo documento è uno studio di Yves Galmot del 7 giugno 2004, il secondo è uno studio di Claus-Dieter Ehlermann del 1° giugno 2004, il terzo è uno studio di Michel Jeol accompagnato da una memoria di Pierre Kirch dell'11 giugno 2004. La relazione economica è una relazione dell'HSBC del 2 giugno 2004.
- (⁸⁸) 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.
- (⁸⁹) Nel periodo compreso tra il 26 luglio 2002 e la presentazione del piano Ambition 2005 il 4 dicembre 2002, FT ha emesso un prestito obbligazionario di 70 milioni di euro il 26 luglio 2002 e un lotto di 150 milioni di euro fungibile con il prestito obbligazionario di 3,5 miliardi di euro emesso nel marzo 2001.
- (*) Segreto d'affari
- (⁹⁰) V. il considerando 39.
- (⁹¹) Sentenza della Corte del 16 maggio 2002, causa C-482/99, Francia contro Commissione (Stardust), Racc. p. I-4397.
- (⁹²) Osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003, p. 8. Nelle osservazioni del 4 aprile 2003, le autorità francesi indicano che la decisione di investire è stata adottata dall'azionista pubblico il 4 dicembre 2002.
- (⁹³) Sentenza del Tribunale del 12 dicembre 2000, causa T-296/97, Alitalia contro Commissione, Racc. p. II-3871.
- (⁹⁴) Decisione della Commissione del 18 luglio 2001 C54/96 e N318/02 «Terza rata dell'aiuto alla ristrutturazione della S.p.A. Alitalia, autorizzato dalla Commissione in data 18 luglio 2001, e nuova ricapitalizzazione per 1,4 miliardi di euro» (GU C 239 del 4 ottobre 2002, p. 2).
- (⁹⁵) Osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003, p. 27.
- (⁹⁶) V. p. 8 delle osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003.
- (⁹⁷) V. p. 9 delle osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003.
- (⁹⁸) «in funzione delle condizioni del mercato» è in corsivo nelle osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003, p. 8.
- (⁹⁹) V. p. 9 delle osservazioni delle autorità francesi del 29 luglio 2003.
- (¹⁰⁰) Ibid. p. 9.
- (¹⁰¹) GU L 83 del 27.3.1999, p. 1. Regolamento modificato dall'atto di adesione del 2003.
- (¹⁰²) Sentenza del Tribunale del 12 dicembre 1996, causa T-358/94, Compagnie nationale Air France contro Commissione, Racc. p. II-2109. V. anche decisione 94/662/CE della Commissione, del 27 luglio 1994, relativa alla sottoscrizione da parte della CDC — Partecipazioni a emissioni obbligazionarie di Air France (GU L 258 del 6.10.1994, p. 26).

- (103) Il principio dell'affidamento legittimo è un principio generale di diritto comunitario che è stato consacrato da una giurisprudenza consolidata. V. in particolare la sentenza del Tribunale del 29 aprile 2004, cause riunite T-236/01, T-239/01, T-244/01, T-245/01, T-246/01, T-251/01 e T-252/01, *Electrodes de graphite*, non ancora pubblicata, punto 152. V. anche le sentenze del Tribunale del 9 luglio 2003 nelle cause T-220/00, *Cheil Jedang Corp. contro Commissione*, non ancora pubblicata, punto 33, T-223/00, *Kyowa Hakko Kogyo Co. Ltd contro Commissione*, non ancora pubblicata, punto 38 e T-224/00, *Archer Daniels Midland Company contro Commissione*, non ancora pubblicata, punto 62.
- (104) Sentenza della Corte del 24 ottobre 1996, cause riunite C-329/93, C-62/95 e C-63/95, *Germania contro Commissione*, Racc. p. I-5151, punti 28 e 32.
- (105) Nella decisione di avvio del procedimento, la Commissione aveva infatti segnalato che queste dichiarazioni potevano costituire elementi da prendere in considerazione. Nel punto 70 di tale decisione la Commissione ha fatto un'affermazione di carattere generale: «Occorre anche aggiungere che l'impegno di risorse pubbliche potrebbe essere già contenuto in un annuncio di impegno fatto dallo Stato, purché tale impegno sia irrevocabile e crei pertanto una situazione di attesa e affidamento sui mercati che si possa evincere dall'aumento del valore dell'azione FT e dalla reazione positiva delle agenzie di rating». Essa ha poi collegato quest'affermazione ai fatti indicati nella notifica affermando che «... L'annuncio dell'impegno dello Stato, accompagnato dall'apparente messa a disposizione dell'importo del prestito, induce la Commissione a rilevare che l'aiuto potrebbe essere considerato come concesso ancor prima della firma di un'eventuale convenzione tra FT e l'ERAP riguardante la messa a disposizione della linea di credito» e ha precisato in una nota a piè di pagina che «A tale riguardo, si ricorda che fin dal luglio 2002, e più chiaramente dal settembre 2002, il mercato era già stato rassicurato dal sostegno dello Stato a favore di FT» (nota a piè di pagina 40). Pertanto, all'epoca dell'avvio del procedimento la Commissione ha indicato che la sua indagine avrebbe potuto riguardare i fatti di luglio e di settembre 2002.
- (106) V. la sentenza della Corte del 17 giugno 1999, causa C-75/97, *Belgio contro Commissione*, Racc. p. I-3671, punto 25.
- (107) Sentenza della Corte del 15 luglio 1964, causa 6/64, *Costa contro E.N.E.L.*, Racc. p. 1141.
- (108) Sentenza del Tribunale del 13 giugno 2000, cause riunite T-204/97 e T-270/97, *EPAC contro Commissione*, Racc. p. II-2267.
- (109) Sentenza della Corte del 14 novembre 1984, causa C-323/82, *Intermills contro Commissione*, Racc. p. I-3809, punto 31.
- (110) Sentenza del Tribunale del 27 gennaio 1998, causa T-67/94, *Ladbroke contro Commissione*, Racc. p. II-1, punto 52.
- (111) Precitata sentenza *Air France*.
- (112) V. a esempio *Moody's*, 9 dicembre 2002: «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*).
- (113) Precitata sentenza *Stardust*, punto 36. V. anche le sentenze della Corte del 15 marzo 1994, C-387/92, *Banco Exterior de España*, Racc. p. I-877, punto 14, e del 19 maggio 1999, C-6/97, *Italia contro Commissione*, Racc. p. I-2981, punto 16.
- (114) Sentenza della Corte del 1° dicembre 1998, causa C-200/97, *Ecotrade*, Racc. p. I-7907, punto 43, e precitata sentenza del Tribunale *EPAC*, punto 80.
- (115) Come l'adozione della legge relativa all'estensione dell'oggetto sociale dell'ERAP o l'adozione della legge finanziaria correttiva che accorda una garanzia statale di 10 miliardi di euro all'ERAP.
- (116) V. commissione delle Finanze, Assemblea nazionale, verbale n. 28, audizione del ministro Alain Lambert: l'ERAP «ha fin d'ora messo a disposizione di FT un prestito d'azionista che sarà consolidato al momento del rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa». V. anche la diapositiva 42 di «France Telecom presentation to investors of December 5th, 2002», nella quale la linea di credito dello Stato francese (*French state back-up facility*) è descritta come immediatamente disponibile (*immediately available*). Il mercato era convinto che il prestito fosse in atto. V. a esempio *S & P*, 5 dicembre 2002: «L'annuncio di oggi con cui lo Stato ha fatto sapere che concederà immediatamente un prestito d'azionista di 9 miliardi di euro ...» (*The French State's announcement today that it will immediately grant a 9 billion € shareholder loan ...*); *Moody's*, 9 dicembre 2002: «La conferma segue all'annuncio da parte di FT che la linea di credito di 9 miliardi di euro è stata creata» (*The confirmation follows FT's announcements that the EUR 9 billion loan facility has been put in place via ERAP ...*).
- (117) Secondo le autorità francesi, questo progetto sarebbe stato inviato a FT il 20 dicembre. Tuttavia, il progetto non indica alcuna data.
- (118) Sentenza della Corte del 17 settembre 1980, causa 730/79, *Philip Morris*, Racc. p. 2671, punto 11.
- (119) Sentenza della Corte del 7 marzo 2002, causa C-310/99, *Italia contro Commissione*, Racc. p. I-2289.
- (120) A esempio, FT ha creato in Italia una joint venture con *Deutsche Telekom* ed *Enel*.
- (121) L'importanza delle dichiarazioni delle autorità pubbliche ai fini dell'applicazione del diritto comunitario è generalmente riconosciuta. A esempio, trattandosi dell'incoraggiamento da parte di uno Stato a compiere determinate azioni incompatibili con il trattato presentate in un discorso ufficiale da un rappresentante del governo, ma condotte da organismi (giuridicamente) indipendenti (anche se sotto il controllo dello Stato), la Corte di giustizia ha statuito che «siffatta pratica non va esente dal divieto di cui all'art. 30 del trattato per il solo fatto di non basarsi su decisioni vincolanti per le imprese. Infatti, anche atti di un governo di uno Stato membro privi di effetto cogente possono essere idonei ad incidere sulla condotta dei commercianti e dei consumatori nel territorio di questo stato ed avere quindi la conseguenza di frustrare gli scopi della Comunità sanciti dall'art. 2 ed elaborati dall'art. 3 del trattato» (sentenza della Corte del 24 novembre 1982, causa 249/81, *Commissione contro Repubblica d'Irlanda*, Racc. p. 4005, punto 28). Si citerà anche la recente sentenza della Corte del 13 dicembre 2001, causa C-1/00, *Commissione contro Francia*, Racc. p. I-9989, nella quale la Corte ha sanzionato un inadempimento (consistente nel non essersi conformati ad una decisione) concretatosi in un rifiuto contenuto in un comunicato stampa. Per quanto riguarda più in particolare gli aiuti, il Tribunale ha precisato che le promesse delle autorità pubbliche sono pertinenti ai fini del criterio dell'incentivazione (sentenza del Tribunale del 14 maggio 2002, causa T-126/99, *Graphischer Maschinenbau GmbH contro Commissione*, Racc. p. II-2427).
- (122) «*Les Echos*» n. 18695, Francia, venerdì 12 luglio 2002, p. 2, intervista *France Télécom*: «Nous prendrons, en temps utile, les mesures adéquates».
- (123) V. in proposito l'articolo del «*Financial Times*» del 12 maggio 2004.
- (124) Il legame tra le dichiarazioni è mostrato per esempio dall'espressione «come ha già indicato» figurante nel comunicato stampa dell'ottobre 2002, che rinvia alle dichiarazioni di luglio e settembre 2002.
- (125) «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. Il governo auspica che questa operazione si svolga tenendo nella massima considerazione la situazione degli azionisti individuali e dei dipendenti azionisti dell'impresa.

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».

- (126) V. il suddetto comunicato stampa di Moody's del 24 giugno.
- (127) V. l'articolo 1181 del Code civil francese, il quale prevede quanto segue: «L'obbligazione contratta sotto condizione sospensiva è quella che dipende da un evento futuro e incerto oppure da un evento già verificatosi ma ancora sconosciuto alle parti». La seconda definizione non è evidentemente pertinente nella fattispecie.
- (128) «Nevertheless the state's indication underpins FT's investment-grade credit quality». Inoltre: «F. Mer ha escluso qualunque privatizzazione del gruppo ma ha chiaramente indicato un sostegno senza fallo da parte dello Stato, che detiene il 54,5 %, in caso di problemi di finanziamento. [...] Un operatore ha ritenuto che questa fosse la prima volta che il ministro delle Finanze si esprimeva in modo così chiaro sul dossier France Télécom. [...] Ora si tratta di sapere quale forma assumerà il sostegno dello Stato» [Factiva, Reuters, 12 luglio 2002, «Bourse — FT s'envole après les propos de Mer» (Borsa — Il titolo FT vola in borsa dopo le dichiarazioni di Mer)]. E ancora: «Il rischio a breve di FT è stato ridotto dal governo francese, ha detto Guy Deslondes, analista presso S & P, in una conferenza telefonica. [...] Il rating di venerdì tiene conto della fiducia di S & P nel fatto che il governo francese aiuterà FT a rifinanziarsi almeno per quanto riguarda il debito che scade nel 2003. La stabilità della prospettiva mostra che il rating ha raggiunto il suo livello più basso, ha aggiunto Deslondes» (FT's short term risk has been mitigated by the French government, said S & P analyst Guy Deslondes in a conference call. [...] Friday's rating action took into account S & P's confidence that the French government will help FT refinance itself, at least for its 2003 obligations. The stable outlook shows that the rating has bottomed out, added Deslondes) [«France Telecom Avoids Liquidity Crisis Thanks To Govt» (France Télécom evita la crisi di liquidità grazie al governo), Factiva, Dow Jones Capital Market Report, 12 luglio 2002].
- (129) Precitata sentenza del Tribunale Compagnie nationale Air France. V. anche la suddetta decisione 94/662/CE.
- (130) In effetti, l'intervento diretto dello Stato presso le agenzie di rating mostra chiaramente che le dichiarazioni erano l'espressione di una volontà ben definita e ponderata. L'agenzia Standard & Poor's segnala che «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» (the French State — which owns 55 % of France Telecom — has clearly indicated to Standard & Poor's that it will behave as an aware investor and would take appropriate steps if France Telecom were to face any difficulties) [France Télécom LT Rating cut to «BBB-»; Off Watch; Outlook Stable (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].
- (131) V. 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».

- (132) Taluni pensano addirittura che l'impresa non avrebbe neanche potuto trovare le liquidità necessarie sul mercato in caso di degradazione del rating. V. a esempio la p. 9 della suddetta 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 a 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).
- (133) Infatti, secondo un autore francese «Esistono molteplici meccanismi pubblici che permettono di assicurare ai prestiti un livello di garanzia equivalente a quello di una formale garanzia di prestito: la loro caratteristica comune è di aggravare i rischi d'incertezza sull'importo degli impegni dello Stato fino a renderli indefiniti, senza che però il Parlamento abbia esercitato, con riferimento a tali impegni, il suo ruolo di fissazione del bilancio preventivo della spesa pubblica» (A. DELION, *Les garanties d'emprunt des Collectivités locales et de l'Etat*, Petites Affiches, 17 giugno 1998, n. 72, p. 19).
- (134) V. Com, 28 marzo 2000, D. 2000, cah. dr. aff., p. 210.
- (135) Attraverso il concetto di opponibilità erga omnes, che trovava origine in una legge del 1985. Ma la questione, in primo luogo, rimane diversa da quella del carattere obbligatorio dell'impegno e, in secondo luogo, non sembra affatto eccezionale, perché, in ultima analisi, l'opponibilità dipende sempre da una disposizione legislativa.
- (136) Infatti, l'obbligazione può essere definita come un titolo d'investimento a tasso fisso mediante il quale l'emittente s'impegna a pagare al prestatore un capitale fisso, a una data determinata, e a versargli periodicamente gli interessi; in altri termini, si tratta d'una promessa di pagare il capitale più gli interessi a date predeterminate.
- (137) Come rilevato dall'agenzia NERA «gli economisti ed i teorici hanno studiato in modo approfondito l'importanza ed il valore della reputazione. In praticamente tutti i rapporti economici, esiste un grado d'incertezza quanto alla natura della controparte. Tuttavia, nella maggioranza dei casi, una parte non è impegnata in una sola transazione ma in tutta una serie di transazioni simili durante un certo periodo. È prassi corrente che una o entrambe le parti cerchino di farsi una reputazione, perché ciò potrebbe tornare utile in un momento successivo. [...] Gli economisti hanno studiato in modo rigoroso il fenomeno dell'acquisizione della reputazione nel corso degli ultimi 25 anni e il numero di pubblicazioni nelle riviste specializzate è notevole. Le applicazioni di questo concetto di base a vari settori abbondano, ma noi ci limitiamo a tre esempi: le attività delle banche centrali, l'organizzazione industriale e i mercati del debito sovrano. (...) La reputazione è altresì importante nel settore dei prestiti (internazionali). Come qualunque debitore privato, un'entità sovrana che non rimborsi un prestito avrà poi difficoltà ad attirare nuove fonti di credito. È per questo che gli Stati sembrano talvolta preferire un ribasso economico, con tutte le prove che ciò comporta, ad una situazione d'inadempiamento. Del pari, il governo francese gode di una buona reputazione quando si tratta di onorare gli impegni assunti riguardo alla gestione di numerose imprese commerciali e alle faccende che incidono sulla sua posizione fiscale. I costi sarebbero altissimi se la sua parola in queste materie non potesse essere creduta» (economists and game theorists have studied extensively the importance and value of reputation. In almost any economic relationship there is some degree of uncertainty regarding the nature of the counter party. However, very often a party is involved in not a single but a whole series of similar transactions over a period of time. It is a common observation that one or both parties may seek to establish a reputation for themselves, as this may be beneficial later on» (David M. Kreps and Robert Wilson, *Reputation and Imperfect Information*, 27 JOURNAL OF ECONOMIC THEORY 253-279, 1982).

«Economists have studied the phenomenon of reputation acquisition rigorously over the past 25 years, and the list of publications in leading journals is sizeable. Applications of the basic notion to various fields abound, but we confine ourselves to three examples, i.e. central banking, industrial organization and sovereign debt markets. (...) The acquisition of reputation is also important in the area of (international) borrowing and lending. A sovereign entity, as well as a private debtor, that fails to pay back a loan will find it difficult to attract new funding in the future. That is why countries sometimes seem to prefer an economic downturn, with all its hardships, to a situation of default» (Jeremy Bulow and Kenneth Rogoff, *Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?*, 79 AMERICAN ECONOMIC REVIEW 43-50, 1989).

«In the same vein, the French government benefits from a reputation for honouring the commitment it makes regarding its management of many commercial enterprises, and matters affecting the fiscal position of the government. It would be very costly if its word could not be believed in these matters».

⁽¹³⁸⁾ V. la relazione del ministero dell'Economia, delle finanze e dell'industria Lo Stato azionista 2003: «Al 31 dicembre 2002, ultime statistiche disponibili, lo Stato controllava, direttamente o indirettamente, 1 616 imprese, di cui 97 sono imprese di punta. Queste imprese sono quelle con sede in Francia» (<http://www.paris-europlace.net/links/doc062197.htm>).

⁽¹³⁹⁾ Per ulteriori informazioni su questo punto v. La gestione del debito pubblico in Francia: gli obiettivi, gli strumenti e la gestione dei rischi di Christian Esters, Ecole Nationale d'Administration, 2000: «Si constata che il mercato obbligazionario francese è cresciuto nel corso degli anni '90. La quota delle emissioni del Tesoro sul mercato obbligazionario è considerevolmente aumentata tra il 1989 e il 1993 e da allora è rimasta ad un livello del 50 % circa, eccetto che nel 1995, anno in cui le altre emissioni obbligazionarie sul mercato francese hanno subito il secondo calo consecutivo, sicché la quota delle emissioni del Tesoro, stabile in termini assoluti, è fortemente aumentata ... L'aumento a lungo termine della quota dello Stato nei mercati obbligazionari è la conseguenza della riforma della gestione del debito pubblico in Francia a partire dal 1986. Una delle riforme consisteva infatti in un cambiamento strutturale del debito: i titoli di Stato negoziabili sostituivano il debito non negoziabile, cosa che si è risolta nel forte aumento della quota dello Stato sul mercato obbligazionario» (<http://www.ena.fr/tele/mcil99/master99esters.pdf>).

⁽¹⁴⁰⁾ Agenzia 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).

⁽¹⁴¹⁾ Deutsche Bank, France Télécom/Deutsche Telekom Debt Liquidity and possible solution, 22 luglio 2002, pp. 1, 3 e 8.

⁽¹⁴²⁾ Relazione della Deutsche Bank del 22 luglio 2002 intitolata France Télécom/Deutsche Telekom Debt Liquidity and possible solution: «Il 12 luglio 2002 S & P ha abbassato il rating di France Télécom al livello BBB- ... L'agenzia non si aspetta più che France Télécom raggiunga il suo obiettivo di 3,5 × debito netto/EBITDA nel 2003, ma ha attribuito una prospettiva stabile al rating basso di tripla B. Sembra che la prospettiva stabile si fondi sul fatto che 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. Sottolineiamo che S & P aveva inizialmente detto che non avrebbe incorporato sostegni straordinari da parte del governo francese nella sua valutazione quando ha abbassato il rating di France Télécom a BBB in giugno. Da allora, l'agenzia sembra aver cambiato parere dichiarando che le conclusioni in materia di creditwatch status «derivano da un'analisi delle liquidità della società alla fine del 2003 e da un esame della partecipazione potenziale dello Stato francese nel mercato francese delle telecomunicazioni» (p. 19). «France Télécom ha beneficiato del fatto che il mercato è sempre più fiducioso che il governo sosterrà in un modo o nell'altro il credito» (p. 20). «Non possiamo ignorare che l'azionista di maggioranza di FT è lo Stato francese e recenti dichiarazioni del ministro francese delle Finanze hanno rassicurato gli investitori quanto al fatto che la liquidità sarà garantita» (p. 54). «Tuttavia, come abbiamo sempre detto, noi pensiamo che la società troverà alla fine le liquidità di cui ha bisogno grazie al cosiddetto «appoggio implicito dello Stato». Tale appoggio potrebbe assumere la forma di prestiti, a condizioni di mercato, forniti dalle banche o dal governo» (p. 21). Tuttavia, «qual è il prezzo del mercato per, diciamo, un nuovo debito di 10 miliardi a fronte di un rating BBB-? Qual è il costo reale di un debito di 10 miliardi di euro per una società che non è veramente BBB- ma che è semplicemente valutata in tal modo a causa del sostegno del governo? ... Pensiamo che non esista una buona risposta a queste domande, perché, se FT operasse nel mondo reale, essa, secondo noi, non potrebbe rifinanziarsi senza una conversione del debito in capitale» (p. 33; nello stesso senso v. p. 54). E ancora: «La stampa ha riferito che il governo francese sosterrà France Télécom, lasciando supporre che esso sia disposto a essere il 'prestatore di ultima istanza' della società. Questa notizia ha migliorato significativamente il prezzo delle obbligazioni e delle azioni (il corso delle azioni è aumentato di oltre il 90 % e quello delle obbligazioni di 137pb in due settimane), in particolare perché gli speculatori coprivano la loro posizione» (p. 28). «Sottolineiamo che S & P ha dichiarato, nella recente conferenza telefonica sul deterioramento del credito di FT, che, in generale, un'impresa che genera cash flow con un rapporto debito/EBITDA pari a quattro verrebbe classificata come BBB-, l'ultimo grado d'investimento. L'attuale rating di FT, BBB-, sembra in gran parte basato più sulla promessa del sostegno del governo, diretto a garantire la liquidità, che non sui fondamentali dell'impresa» (p. 30). Secondo i calcoli della Deutsche Bank, il rapporto debito/EBITDA di FT sarebbe stato di 4,9 nel secondo semestre 2002 e di 5,20 il 31 dicembre 2002. («... on July 12, 2002, S & P ... downgraded France Télécom's ratings to BBB- ... The agency no longer expects France Télécom to hit the 3,5 × net debt/EBITDA target by 2003, but did assign a «stable» outlook to the low triple B ratings. It seems that the stable outlook is anchored by «the French state ... [which] 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». ... Interestingly, S & P had initially said it was not incorporating any extraordinary support from the French government into its rating when it downgraded France Télécom's ratings to BBB in June. Since then, the agency appears to have taken an about-face in stating that the conclusions of the creditwatch status «follows an analysis of the company's liquidity position through the end of 2003 and a review of the French state's potential involvement in the French telecommunications market» (p. 19); «France Télécom benefited from the market's increased confidence that the French government will in one way or another support the credit» (p. 20); «we cannot ignore the fact that FT is majority-owned by the French State and recent comments from the French finance Ministry have reassured investors that liquidity will be provided» (page 54) «However, as we have consistently mentioned, we expect that the company will ultimately find all the liquidity it needs via the so-called «implicit government support». This could take the form of banks or the government providing the necessary loans at market prices» (p. 21). Tuttavia «what is the market price for, say, 10 bn of new debt to a BBB-credit? what is the real price for a Euro 10bn of debt to a company that is not really a BBB- credit, just treaded there because of the government support? ... we suspect there is no right answer to

these questions, because if FT was operating in the real world, it would not be able to refinance without a debt for equity swap, in our view» (p. 33; nello stesso senso v. p. 54). E ancora: «There have been reports in the press that the French government will stand behind France Télécom, implying that it is willing to be the "lender of last resort" to the company. These reports have resulted in a significant rally in both bonds and equity prices, with the equity rallying over 90 % and the bonds 137bp in two weeks, as nervous shorts covered position» (p. 28); «It is worth noting that S & P states on its recent conference call on its downgrade of FT's credit that, in general, a company generating free cash flow with debt to EBITDA of four times would qualify as a BBB- credit, the last investment grade rating. FT current BBB- rating appears to be based largely on the promise of government support providing liquidity, rather than on fundamentals» (p. 30)).

(143) Ibid., «Bonds and convertibles suggest that the market is unsure of the weight of government support» (p. 3). V. anche p. 22.

(144) Ciò significa che l'agenzia non si aspettava un ulteriore deterioramento.

(145) France Télécom LT Rating cut to «BBB-; Off Watch; Outlook Stable; Teleconf 3:30PM BST Today, Standard & Poor's Rating-direct (12 luglio 2002). S & P sembra piuttosto riferirsi alle indicazioni fornite dal governo all'agenzia stessa, ma la Commissione, sulla base degli elementi in suo possesso, ritiene che tali indicazioni riguardino sostanzialmente gli stessi impegni oggetto degli annunci effettuati pubblicamente.

(146) *Board meeting presentation*, France Télécom mission «Etat des lieux», dicembre 2002, p. 36.

(147) In una lettera, che si trova all'inizio del protocollo finanziario firmato dalla banca [...] il 12 settembre 2002 e che riguarda l'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».

(148) V. FT form 20-F, marzo 2003, pp. 15 e 16: «l'abbassamento del rating del debito a lungo termine di un gradino da parte di S & P's e di Moody's aumenterebbe automaticamente l'onere degli interessi annuali di circa 75 milioni di euro» (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 € 75 million).

(149) La step-up clause è una clausola che prevede l'aumento della cedola obbligazionaria e dei tassi d'interesse su linee di credito a mano a mano che il rating peggiora.

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

(151) V. al riguardo la precitata decisione Seleo, punto 84. V. anche le conclusioni dell'avvocato generale M.L.A. Geelhoed del 27 settembre 2001 nelle cause riunite C-328/99 e C-399/00, Italia contro Commissione, Racc. 2003, p. I-4035, secondo cui «È infatti plausibile che tali privati investitori siano stati pronti a [impegnare capitale nell'impresa] solo dopo che il governo aveva adottato nuove misure di sostegno. È irrilevante che a quel punto investitori privati siano stati pronti a partecipare».

(152) V. il punto 3.1.1.

(153) V. le osservazioni di France Télécom, contenute nella relazione Ehlermann del 21 gennaio 2004: «... nel corso del primo semestre

2002, il mercato perde gradualmente fiducia nella capacità di FT di far fronte al suo indebitamento e nell'attitudine del gruppo dirigente a risolvere il problema (punto 7) ... una volta conosciuti i dati del primo semestre e dinanzi all'incapacità del gruppo dirigente di rassicurare i mercati, lo Stato francese è intervenuto nel settembre 2002 (punto 8)».

(154) L'instaurazione di una nuova dirigenza e il varo di uno studio per la preparazione di un nuovo piano industriale sembrerebbero le prime misure da adottare quando si vuole riconquistare la fiducia del mercato (v. a esempio la suddetta relazione HSBC, p. 6: «... l'atteggiamento normale di un investitore avveduto di fronte ad una situazione simile è: i) ristabilire la fiducia nel futuro della società instaurando una dirigenza dotata di una credibilità nuova». Nello stesso senso v. il precitato studio della Deutsche Bank del 22 luglio 2002: «se supponiamo che vi sia un cambiamento di dirigenza, cosa che sarebbe necessaria per qualsiasi operazione (...) Con una nuova dirigenza, l'operazione di aumento del capitale potrebbe forse essere venduta al mercato» (If we assume a management change which would be necessary for any deal ... With a new management the equity story could then perhaps be sold to the markets, p. 33)). Infatti, nel corso della riunione con la Commissione del 22 gennaio 2003 le autorità francesi hanno spiegato che il loro comportamento era stato comparabile a quello di un investitore avveduto perché, prima di agire, esse avevano aspettato il cambiamento della dirigenza, la verifica della situazione finanziaria dell'impresa, la preparazione del piano TOP, l'annuncio del sostegno dello Stato e della sua intenzione di partecipare al rafforzamento del patrimonio netto dell'impresa e, infine, il ritorno della fiducia del mercato. La Commissione concorda con le autorità francesi che questo è il modo in cui qualsiasi investitore privato accorto avrebbe proceduto prima di assumere l'impegno di sostenere l'impresa. Tuttavia, come si è già mostrato, la Commissione ha concluso che lo Stato si era impegnato a sostenere FT prima di adottare i suddetti provvedimenti.

(155) Come già detto, durante i mesi di giugno e luglio 2002 le agenzie di rating hanno abbassato il rating di FT al livello appena superiore a quello «junk bond», pur precisando nel loro comunicato stampa che il rating sarebbe stato ancor più basso se fosse stato basato sui soli fondamentali di FT.

(156) V. il suddetto studio della Deutsche Bank del 22 luglio 2002: «Riteniamo che l'attuale rapporto rischio/remunerazione non incoraggi particolarmente gli investitori a partecipare ad un aumento di capitale» (in our view the risk/reward balance is not currently very attractive for investors to participate in a capital increase).

(157) Informazione che è stata giudicata parziale dalla suddetta commissione d'indagine. V. in particolare il seguente passaggio: «Lo Stato sembra essere al contempo molto presente e troppo spesso inefficiente ... Lo Stato ha difficoltà a dare alle imprese pubbliche orientamenti chiari ... Peraltro, i mezzi di controllo a disposizione dello Stato risultano notevolmente indeboliti dalla forma assunta dalla crescita esterna, vale a dire lo sviluppo delle società controllate. Alcune decisioni fondamentali per i gruppi pubblici sono adottate al livello delle controllate, il che, data la loro forte identità (Orange o Equant nel caso di France Télécom) e la specificità del loro sistema direttivo (il numero dei rappresentanti 'diretti' dello Stato nei consigli di amministrazione è esiguo o nullo, salva la partecipazione del controllo pubblico), riduce ulteriormente la qualità dell'informazione trasmessa all'azionista pubblico». Stando alla commissione d'indagine, alle disfunzioni interne a FT si è aggiunto il fatto che lo Stato azionista è stato messo da parte: «Il meno che si possa dire è che tra il 1999 e il 2000 i servizi

del ministero delle Finanze hanno ricevuto solo informazioni assai imperfette sulle grandi decisioni strategiche prese dall'operatore ... La direzione di France Télécom sembra aver praticato nei confronti del suo azionista di maggioranza un'informazione 'selettiva', un'informazione che nel migliore dei casi è stata incompleta, nel peggiore dei casi inesistente e nella maggior parte dei casi tardiva e parziale». Sembra che la qualità dell'informazione abbia cominciato a migliorare solo nel 2002: «Dai documenti forniti dal ministero delle Finanze risulta che il contenuto preciso dell'accordo azionario è stato scoperto solo quando quest'ultimo venne trasmesso ai servizi del ministero, il 19 febbraio 2002 ... Quanto alla lettera indirizzata il 18 aprile 2000 da Michel Bon a Mobilcom — nella quale France Télécom s'impegnava a mettere a disposizione dell'operatore tedesco, sino alla concorrenza di 10 miliardi di euro, i mezzi finanziari necessari per realizzare l'UMTS —, il ministero delle Finanze afferma di esserne venuto a conoscenza solo nel febbraio 2002, dopo che Gerhard Schmid ne parlò alla stampa ... Certi impegni sono stati semplicemente taciuti da France Télécom al suo azionista di maggioranza ... È solo al momento dell'esercizio dell'opzione all'inizio del 2002 che lo Stato ha scoperto un impegno di 950 milioni di euro».

V. anche alcuni passaggi dell'audizione di Thierry Breton, amministratore delegato di FT, alla commissione per gli Affari economici dell'11 dicembre 2002, in particolare il seguente passaggio: «Rispondendo a Jean Arthuis, presidente della commissione delle Finanze, che lo interrogava sulle responsabilità dello Stato azionista, in particolare come controllore, nel rapido deterioramento della situazione di France Télécom, Thierry Breton ha affermato che, nonostante gli innegabili progressi, lo Stato non aveva ancora fatto completamente sue le norme per una gestione moderna delle imprese quotate a livello internazionale e non aveva compreso che le decisioni spettavano alla dirigenza sotto il controllo degli azionisti».

Nell'introduzione della sua relazione, la commissione rileva che «... la "tutela" esercitata sulle imprese pubbliche è oggetto di una duplice critica, apparentemente contraddittoria ... Nello stesso tempo, lo Stato azionista è insufficientemente o tardivamente informato e manifestamente non in grado di esercitare un controllo efficace su decisioni strategiche a volte discutibili ... "Questo lusso di precauzioni" e questi controlli talvolta "inutili, a forza di essere moltiplicati" conducono in realtà, come ha sottolineato dinanzi alla vostra commissione Francis Mer, "a non (...) controllare" le imprese pubbliche. In effetti, non si può concludere diversamente da quanto ha fatto Elie Cohen, secondo il quale "tanto il Crédit Lyonnais quanto France Télécom erano sottoposti al controllo dello Stato, alla tutela del Tesoro e al controllo della Corte dei conti, cioè a una serie di controlli esterni che, in questo caso, non hanno funzionato"».

- (158) Cosa che è stata fatta soltanto a ottobre, dopo la nomina di Thierry Breton.
- (159) V. le osservazioni di France Télécom contenute nella relazione Ehlermann del 21 gennaio 2004, punto 90.
- (160) Punto 5, lettera a), degli orientamenti.
- (161) Si citano qui i soli criteri applicabili ad un'impresa operante nel settore delle telecomunicazioni.
- (162) Douste-Blazy, presidente della commissione d'indagine: «Precisiamo che il deterioramento del rating dell'impresa le precludeva l'accesso al mercato obbligazionario e, conseguentemente, comprometteva le sue capacità di contrarre prestiti». Il deterioramento al quale si riferisce il presidente è quello del maggio 2002.
- (163) Sara Husband, High Yield Report, 1° luglio 2002.
- (164) V. 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».

- (165) V. anche le affermazioni delle autorità francesi: «realizzare un disindebitamento netto e ricostituire il patrimonio netto [è] una condizione sine qua non del recupero, a termine, della reputazione dell'impresa in termini di credito ...» (p. 26 della lettera delle autorità francesi del 3 dicembre 2002).
- (166) Commissione delle Finanze, dell'economia generale e della pianificazione, resoconto n. 26, seduta del 5 dicembre 2002, audizione di Thierry Breton, amministratore delegato di France Télécom. V. anche l'audizione di Thierry Breton, amministratore delegato di FT, alla commissione per gli Affari economici dell'11 dicembre 2002: «[Thierry Breton] insiste sul fatto che, per la prima volta dal 2001, FT ha ritrovato la fiducia dei mercati, come dimostra in particolare l'ottima accoglienza riservata all'emissione obbligazionaria di 1,5 miliardi di euro varata ieri».
- (167) Proposta [...] relativa ad un'offerta di scambio: «We provide below preliminary thoughts on such a transaction».
- (168) Ibid: «Indicative pricing of a new 5-year transaction at 380 bp over Euribor and an estimated coupon at 8,5 %».
- (169) V. la lettera delle autorità francesi del 16 febbraio 2004.
- (170) V. le osservazioni delle autorità francesi del 4 dicembre 2003, del 22 gennaio 2004 e del 16 febbraio 2004.
- (171) Le autorità francesi hanno fatto riferimento a 5 prestiti obbligazionari emessi tra il 26 luglio 2002 e il 23 dicembre 2002, il cui totale ammonta a 220 milioni di euro per i prestiti obbligazionari emessi anteriormente all'annuncio del piano Ambition 2005 (5 dicembre 2002), al quale si aggiunge un importo di 442,2 milioni di euro corrispondente all'emissione di ORA.
- (172) Nel periodo precedente l'annuncio del piano Ambition 2005, cioè anteriore al 5 dicembre 2002.
- (173) La media è di 1,5 miliardi di euro.
- (174) 442,2 milioni di euro.
- (175) Emissioni del genere sono state d'altronde realizzate nel dicembre 2002 e nel gennaio 2003.
- (176) A questo proposito è interessante ricordare alcuni passaggi dell'audizione dei revisori dei conti di FT dinanzi alla commissione d'indagine:
- «Edouard Salustro: Onorevole, occorre ricordare una cosa che Lei sa meglio di chiunque altro. Ancor prima di esprimersi su un insieme di informazioni finanziarie, il revisore si chiede se la situazione della società sia tale che la prosecuzione dell'esercizio risulterebbe economicamente giustificata. È la prima questione, è un principio di base di cui tiene conto in tutta la revisione. Dopo, la questione non si pone più, perché è stata risolta preliminarmente.
- Xavier de Roux: Lei ha dunque ritenuto che la prosecuzione dell'esercizio andasse da sé.
- Edouard Salustro: No! Cioè, certo che sì!... Io non c'ero!...
- Vincent de La Bachelerie: Non andava necessariamente da sé, noi effettivamente sorvegliavamo, questo è tutto ...».
- A tale riguardo, ancor più chiara sembra la spiegazione di Bon, l'ex amministratore delegato di FT, dinanzi alla stessa commissione d'indagine:
- «Orbene, vi è un dato che lo scenario pessimista non aveva mai considerato: il fatto che non avessimo accesso ai mercati finanziari. Non avevamo mai considerato questa possibilità perché pensavamo che fosse ovvio che la presenza dello Stato come azionista di maggioranza avrebbe impedito al mercato di prevedere un fallimento di France Télécom, senza che fosse neppure necessario che lo Stato manifestasse il suo sostegno. Quest'opinione era

condivisa da quasi tutti gli operatori del mercato fino al giorno in cui una delle tre agenzie di rating — e una sola — ha deciso che France Télécom era sull'orlo dell'insolubilità e ha rivisto il rating dell'impresa precludendole, da un giorno all'altro, qualunque accesso al mercato ... Quando, a giugno, questa agenzia di rating ha pubblicato il suo parere e l'accesso al mercato ci è stato precluso, sapevo che, non potendo contrarre prestiti, France Télécom si sarebbe trovata in difficoltà con i pagamenti un anno più tardi, verso la fine del primo semestre 2003».

Nello stesso senso, v. la relazione dell'HSBC del 12 giugno 2004, p. 11: «complessivamente, FT non era una società in difficoltà, nel

senso che le sue attività sono sane, ma soffriva di una struttura di finanziamento inadatta, di una mancanza di patrimonio netto, di scadenze di rifinanziamento del debito troppo brevi e di una crisi di fiducia dei mercati di fronte alle incertezze create da questa situazione».

⁽¹⁷⁷⁾ Sentenza della Corte del 24 novembre 1987, causa 223/85, RSV contro Commissione, Racc. p. 4617.

⁽¹⁷⁸⁾ Sentenza della Corte del 20 settembre 1990, causa C-5/89, Commissione contro Germania, Racc. 1990, p. I-3437.
