

**DECISIONE (UE) 2016/2041 DELLA COMMISSIONE****del 20 gennaio 2016****relativa agli aiuti di Stato SA.33926 2013/C (ex 2013/NN, 2011/CP) cui il Belgio ha dato esecuzione a favore di Duferco**

[notificata con il numero C(2016) 94]

**(I testi in lingua francese e neerlandese sono i soli facenti fede)****(Testo rilevante ai fini del SEE)**

LA COMMISSIONE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 108, paragrafo 2, primo comma <sup>(1)</sup>,

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

dopo aver invitato gli interessati a presentare le loro osservazioni conformemente ai detti articoli <sup>(2)</sup> e viste le osservazioni trasmesse,

considerando quanto segue:

**1. PROCEDIMENTO**

- (1) Il 21 novembre 2011 il giornale *Le Soir* ha pubblicato una serie di articoli secondo i quali dal 2003 la regione Vallonia <sup>(3)</sup> aveva concesso un sostegno finanziario al gruppo siderurgico Duferco («Duferco» o «il gruppo Duferco») senza informare prima la Commissione. Secondo il quotidiano belga, nel marzo 2003 la regione Vallonia avrebbe creato una nuova holding finanziaria, la «Foreign Strategic Investment Holding» (la «FSIH»), controllata dalla «Société Wallonne de Gestion et de Participations» (la «SOGEPA») per investire in società del gruppo Duferco con sede fuori dal Belgio o addirittura dall'Unione.
- (2) In seguito a queste notizie, con lettera del 29 novembre 2011, la Commissione ha chiesto informazioni aggiuntive al Belgio sul tipo di sostegno finanziario che la regione Vallonia avrebbe fornito al gruppo Duferco tra il 2003 e il 2011.
- (3) Il 14 dicembre 2011 le autorità belghe hanno chiesto una proroga del termine di risposta che la Commissione ha accolto con lettera del 16 dicembre 2011. Il Belgio ha risposto alla richiesta di informazioni della Commissione il 4 gennaio 2012. Con lettera del 29 giugno 2012, la Commissione ha invitato le autorità belghe a fornire ulteriori informazioni. Dopo una proroga del termine di risposta richiesta dal Belgio e accolta dalla Commissione il 18 luglio 2012, il Belgio ha risposto con lettera del 28 settembre 2012.
- (4) Il 6 maggio 2013 si è tenuta nei locali nella Commissione una riunione tra la Commissione, da un lato, e le autorità belghe e i rappresentanti della SOGEPA e della FSIH, dall'altro.
- (5) Il Belgio ha fatto pervenire alla Commissione informazioni aggiuntive con lettere del 4 e 10 giugno 2013 e del 15 e 30 luglio 2013.
- (6) Il 30 settembre 2013 si è tenuto un nuovo incontro nei locali della Commissione tra quest'ultima e i rappresentanti della SOGEPA e della FSIH.
- (7) Con lettera del 16 ottobre 2013, la Commissione ha informato il Belgio della sua decisione di avviare nei confronti di queste misure il procedimento previsto all'articolo 108, paragrafo 2, del TFUE (il «procedimento di indagine formale»).

<sup>(1)</sup> Dal 1° dicembre 2009 gli articoli 87 e 88 del trattato CE sono diventati rispettivamente gli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea («TFUE»). In entrambi i casi le disposizioni sono sostanzialmente identiche. Ai fini della presente decisione, i riferimenti agli articoli 107 e 108 del TFUE si intendono fatti, ove opportuno, rispettivamente agli articoli 87 e 88 del trattato CE. Il TFUE ha inoltre introdotto alcuni cambiamenti nella terminologia, come la sostituzione di «Comunità» con «Unione», di «mercato comune» con «mercato interno» e di «Tribunale di primo grado» con «Tribunale». Nella presente decisione viene utilizzata la terminologia del TFUE.

<sup>(2)</sup> GU C 120 del 23.4.2014, pag. 51.

<sup>(3)</sup> In appresso la Commissione farà riferimento al «Belgio» piuttosto che alla «regione Vallonia» (a meno che il contesto non lo richieda), dal momento che gli scambi di corrispondenza sono stati effettuati con lo Stato membro interessato dal procedimento e destinatario della presente decisione.

- (8) La decisione della Commissione di avviare il procedimento (la «decisione di avvio») è stata pubblicata nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* <sup>(4)</sup>. La Commissione ha invitato gli interessati a presentare osservazioni sulle misure in questione.
- (9) La Commissione ha ricevuto le osservazioni del Belgio l'11 dicembre 2013, dopo una proroga ottenuta dalle autorità belghe. La Commissione ha inoltre ricevuto le osservazioni trasmesse dalle parti interessate il 23 e 24 giugno 2014, dopo che anche queste ultime avevano ottenuto una proroga. La Commissione le ha trasmesse al Belgio il 3 e 18 luglio 2014 per consentirgli di prendere posizione al riguardo. Le autorità belghe hanno fatto pervenire i loro commenti con lettere del 1° agosto e del 18 agosto 2014.
- (10) Con lettera del 28 gennaio 2015 la Commissione ha invitato le autorità belghe a fornire ulteriori informazioni. Dopo una proroga richiesta dal Belgio e accolta il 25 febbraio 2015, il Belgio ha risposto alla Commissione in data 8 aprile 2015.
- (11) Con lettera del 18 maggio 2015 la Commissione ha invitato le autorità belghe a fornire ulteriori informazioni; il Belgio ha risposto il 2 giugno 2015.
- (12) Un'ultima richiesta di informazioni è stata trasmessa al Belgio il 15 settembre 2015. Le autorità belghe hanno risposto chiedendo un mese di proroga che la Commissione ha concesso il 28 settembre 2015. Il Belgio ha fatto pervenire la sua risposta alla Commissione con lettera del 23 ottobre 2015.

## 2. DESCRIZIONE DETTAGLIATA DELLE MISURE

### 2.1. IL BENEFICIARIO

- (13) Il gruppo Duferco, che produce e vende acciaio, opera in una cinquantina di paesi in tutto il mondo. In Europa, il gruppo concentra la sua presenza in Belgio (circa 3 000 dipendenti nel 2009 e una decina di siti in Vallonia) e in Italia (circa 1 300 dipendenti nel 2009), ma è attivo anche in Svizzera, Lussemburgo, Francia e nell'ex Repubblica jugoslava di Macedonia (FYROM).
- (14) Il gruppo Duferco si è insediato in Belgio a partire dal 1997 rilevando l'impresa Forges de Clabecq, in grandi difficoltà economiche, con il sostegno della regione Vallonia (acquisizione di partecipazione di 8,75 milioni di EUR e prestito di 13,75 milioni di EUR) <sup>(5)</sup>. Nel 1999 Duferco ha rilevato dal gruppo Hoogovens le Usines Gustave Boël di La Louvière, sempre con il sostegno della regione Vallonia (conversione di un credito di 12,5 milioni di EUR in 25 % del capitale e prestito di 25,3 milioni di EUR) <sup>(6)</sup>. Nel 2002 Duferco ha ripreso la fase a caldo di Charleroi, diventata Carsid, in collaborazione con Usinor, ancora una volta con il sostegno della regione Vallonia (partecipazione della SOGEPa nel capitale di Carsid per 20 milioni di EUR, ridotta a 9 milioni di EUR dopo la decisione di avvio <sup>(7)</sup> del procedimento previsto all'articolo 6, paragrafo 5, della decisione n. 2496/96/CECA della Commissione <sup>(8)</sup>). Questo procedimento si è concluso il 15 ottobre 2003 <sup>(9)</sup> con la decisione negativa della Commissione, che ha dichiarato che non può essere considerato pari passu un investimento in una nuova società quando è solo l'azionista pubblico ad assumersi un rischio nuovo, mentre l'azionista privato non fa che trasferire un'attività o un progetto esistente all'interno della nuova società.
- (15) Dopo quest'ondata di acquisizioni, Duferco disponeva in Belgio di tre principali controllate: Duferco Clabecq, Duferco La Louvière («DLL») e Carsid.
- (16) Nel 2006 Duferco stringe un partenariato strategico con il gruppo siderurgico russo Novolipetsk («NLMK»), con l'intento di avvalersi della presenza di NLMK a monte della catena dell'acciaio (fornitura di materie prime e produzione di semilavorati). Il partenariato si concretizza con una partecipazione al 50 % di NLMK in una delle holding del gruppo Duferco denominata «Steel Invest and Finance» («SIF»), registrata in Lussemburgo. SIF comprende diverse attività del gruppo Duferco, tra cui Duferco Clabecq, DLL e Carsid e, da fine 2006, anche la controllata americana Duferco Farrell Corporation. Il 18 dicembre 2006 viene varato l'accordo tra Duferco e NLMK. NLMK acquisisce una partecipazione del 50 % in SIF, corredata di un'opzione di acquisto incondizionata di almeno un'azione SIF.

<sup>(4)</sup> Cfr. nota 2.

<sup>(5)</sup> Decisione della Commissione del 25 novembre 1997 nella causa N 680/97, Belgio — Partecipazione finanziaria della Regione Vallonia nell'impresa «Duferco Belgique SA».

<sup>(6)</sup> Decisione della Commissione del 26 maggio 1999 nella causa N246/99, Belgio — Partecipazione finanziaria delle autorità pubbliche belghe a favore dell'impresa HUGB (acciaio CECA).

<sup>(7)</sup> GU C 95 del 19.4.2002, pag. 2.

<sup>(8)</sup> Decisione n. 2496/96/CECA della Commissione del 18 dicembre 1996 recante norme comunitarie per gli aiuti a favore della siderurgia (GUL 338 del 28.12.1996, pag. 42).

<sup>(9)</sup> Decisione 2005/137/CE della Commissione del 15 ottobre 2003 concernente la partecipazione finanziaria della Regione Vallonia nell'impresa Carsid SA (GUL 47 del 18.2.2005, pag. 28).

- (17) Il partenariato tra Duferco e NLMK si conclude nell'estate 2011 e le due società si distribuiscono il patrimonio di SIF. Duferco rileva la filiera «prodotti lunghi» di DLL, alcune attività di diversificazione e le attività di Carsid. Tutte queste attività belghe sono riunite in una nuova controllata denominata Duferco Long Products («DLP»), società di diritto lussemburghese costituita nel marzo 2011.
- (18) Nel 2012 viene definitivamente chiuso il sito di Carsid e nel 2013 Duferco decide di interrompere le attività di produzione «prodotti lunghi» nel sito di La Louvière.
- (19) Il consolidamento del gruppo Duferco è stato effettuato a partire dalla società madre Duferco Participations Holding («DPH»). Tra il 2003 e il 2010 il patrimonio netto di DPH è passato da [...] (\*) milioni di EUR a [...] milioni di EUR.
- (20) DPH aveva inizialmente sede [...], ma si è poi trasferita [...]. La stessa DPH era detenuta da altre società: [...].

## 2.2. LE MISURE IN ESAME

- (21) Tra il 2003 e il 2011 la FSIH ha effettuato sei interventi a favore di controllate di Duferco per complessivi 517 milioni di EUR.

### 2.2.1. ORIGINE DELLE RISORSE SERVITE A FINANZIARE LE MISURE

- (22) La SOGEPA è una società per azioni a capitale pubblico detenuta al 100 % dalla regione Vallonia che attua le decisioni adottate dal governo vallone in materia di intervento nelle società commerciali e di gestione di tali interventi. La SOGEPA è inoltre lo strumento privilegiato della politica della regione Vallonia nel settore siderurgico. È nata nel 1999 dalla fusione tra la «Société Wallonne pour la Sidérurgie» (SWS) e la «Société de gestion des participations de la Région wallonne dans des sociétés commerciales» (SOWAGEP).
- (23) Secondo il sito Internet della SOGEPA, nell'ambito degli interventi realizzati su richiesta del governo vallone, essa svolge due tipi di attività particolari: i) l'analisi e la formulazione di pareri preliminari a eventuali decisioni del governo vallone; ii) l'esecuzione e l'esame delle decisioni adottate dal governo vallone. Nell'ambito dell'esecuzione delle decisioni del governo vallone, i servizi della SOGEPA sono chiamati a negoziare e a stipulare accordi tra azionisti e/o contratti di prestito nel rispetto delle eventuali condizioni contenute nella decisione d'intervento del governo.
- (24) L'esame degli interventi prevede di norma la presenza della SOGEPA e dei suoi collaboratori, in qualità di amministratore o di osservatore, nei consigli di amministrazione delle società beneficiarie degli interventi. Prevede inoltre la loro partecipazione alle assemblee generali e, più in generale, il controllo costante degli interessi della regione Vallonia.
- (25) Il governo vallone nomina gli amministratori della SOGEPA, delegando anche due commissari del governo.
- (26) Il 27 marzo 2003 la SOGEPA ha istituito la FSIH con un capitale di 180 milioni di EUR. Secondo l'atto costitutivo, la FSIH ha lo scopo di «investire, sotto qualsiasi forma, in società estere legate al settore siderurgico e/ o concludere con esse qualsiasi operazione finanziaria». In tal senso, la FSIH «potrà favorire in particolare ogni sorta di collaborazione tra queste imprese e quelle della regione Vallonia».
- (27) I membri del consiglio di amministrazione della FSIH sono nominati dall'assemblea generale e, quindi, dalla SOGEPA. Il 27 marzo 2003, subito dopo la costituzione della FSIH, si è tenuta un'assemblea generale che ha portato alla nomina degli amministratori e del presidente del consiglio di amministrazione. Per questa funzione, è stato nominato lo stesso presidente della SOGEPA: cumulo di mandati che si è protratto fino al 31 marzo 2013.

### 2.2.2. MISURA 1: PARTECIPAZIONE IN DUFERCO US (9.4.2003-12.12.2006)

- (28) Duferco US Investment Corp. («Duferco US») è una holding che detiene il 100 % di una sola società: la Duferco Farrell Corp. («Farrell»). Prima della misura in esame, la società Duferco US apparteneva al 99,8 % al gruppo Duferco attraverso una delle sue controllate industriali: Duferco Industrial Investment («DII»).

(\*) Informazione riservata.

- (29) Farrell è un'impresa siderurgica con sede in Pennsylvania (Stati Uniti) che produce acciai laminati a caldo e a freddo.
- (30) Il 9 aprile 2003 la FSIH ha acquistato la metà, meno una, delle azioni di Duferco US per 97,22 milioni di dollari americani (USD) (pari a 90 milioni di EUR). DII restava proprietaria dell'altra metà delle azioni meno una. Le due azioni restanti erano collocate in uno strumento ad hoc («special purpose vehicle») e vincolate per l'intera durata del partenariato tra la FSIH e DII. Lo stesso giorno la FSIH ha ottenuto per 5 milioni di EUR un'opzione che le permetteva di acquistare le due azioni del suddetto strumento e ottenere quindi il controllo di Duferco US, ma quest'opzione non è mai stata esercitata.
- (31) Prima di acquisire nel 2003, tramite la FSIH, la metà meno una delle azioni di Duferco US, la SOGEPa aveva fatto procedere a una valutazione di Farrell. Secondo la società di consulenza britannica Hatch Beddows, il valore conservativo medio di Farrell era di 330 milioni di USD. Un ulteriore studio condotto dalla società di consulenza americana World Steel Dynamics aveva stimato il valore di Farrell a 410 milioni di USD. Dal confronto di queste due analisi risulta un valore medio di Farrell di 375 milioni di USD. Secondo la media mensile del tasso di cambio USD-EUR nell'aprile 2003, questo valore medio corrisponderebbe a circa 345,5 milioni di EUR.
- (32) Nel 2005 la FSIH ha percepito un dividendo di 2,5 milioni di USD per l'esercizio chiuso il 30 settembre 2004. Le autorità belghe hanno precisato nelle loro osservazioni che il dividendo in questione è stato incassato il 23 giugno 2005. Secondo la media annuale del tasso di cambio USD-EUR nel 2005, questo dividendo corrisponde a circa 2,01 milioni di EUR.
- (33) Come per molte industrie di trasformazione, i risultati di Farrell potevano essere direttamente influenzati dal prezzo d'acquisto dei suoi fattori di produzione (bramme). Pertanto, per ridurre la volatilità dei suoi risultati, il 15 settembre 2005 Farrell ha sottoscritto con Duferco un contratto per la fornitura di bramme: Duferco avrebbe consegnato a Farrell bramme a un prezzo stabilito contrattualmente, in modo che i margini di Farrell si mantenessero entro una determinata forbice ([...]).
- (34) Il 1° gennaio 2006 è stato concluso un accordo tra Duferco e il gruppo [...]. In virtù di questo contratto, [...] doveva fornire a Duferco bramme a un prezzo calcolato come: i) il prezzo di vendita dei prodotti finiti di Farrell; ii) meno i costi di lavorazione di Farrell; iii) incrementati di un margine. Questo contratto permetteva di coprire il rischio che l'accordo del 15 settembre 2005 aveva trasferito da Farrell al gruppo Duferco.
- (35) Nel 2006 la FSIH ha deciso di riesaminare la sua partecipazione in Duferco US. In tal senso, il 14 giugno 2006 DII e la FSIH hanno stabilito che DII avrebbe beneficiato di un'opzione di acquisto su tutte le azioni detenute dalla FSIH per un importo di 95 milioni di EUR. Risulta che quest'opzione sia stata concessa senza remunerazione.
- (36) Quest'opzione di acquisto rientrava peraltro nella negoziazione del partenariato strategico tra Duferco e NLMK: si parlava infatti di un ingresso di Duferco US nella sfera di SIF.
- (37) Il 12 dicembre 2006, in seguito all'esercizio dell'opzione di acquisto da parte di [...], società del gruppo Duferco subentrata a DII in tutti i diritti e gli obblighi relativi alla presente misura, la FSIH si è ritirata da Duferco US. Il 12 dicembre 2006 il gruppo Duferco è pertanto tornato a essere proprietario assoluto di Duferco US per un importo di 125,85 milioni di USD (pari a 95 milioni di EUR). Il 18 dicembre 2006 il 50 % delle quote di SIF veniva ceduto a NLMK.

#### 2.2.3. MISURA 2: PARTECIPAZIONE IN DPH (9/04/2003-14/06/2006)

- (38) Il 9 aprile 2003 la FSIH ha acquisito da [la società che all'epoca controllava DPH], con sede a [...], oggi a [...], circa il 25 % del capitale di DPH, oltre a un'azione privilegiata («preferred share») con un diritto preferenziale nell'attribuzione di dividendi. In precedenza, la FSIH aveva chiesto alla società di consulenza Ernst & Young di effettuare una valutazione del valore di DPH, da cui è emerso che il valore del 25 % di DPH era compreso tra [...] e [...] milioni di USD, pari a un valore medio di [...] milioni di USD. Il prezzo dell'operazione tra la FSIH e [la società che all'epoca controllava DPH] si è alla fine attestato a 86,42 milioni di USD, corrispondente a circa 80 milioni di EUR secondo la media mensile del tasso di cambio USD-EUR nell'aprile 2003.
- (39) Le parti hanno convenuto che, in virtù dell'azione privilegiata detenuta dalla FSIH, quest'ultima avrebbe beneficiato di un diritto preferenziale nell'attribuzione di dividendi di DPH, in particolare: i) la concessione di una somma di 2 milioni di EUR per ciascuno degli esercizi 2003 e 2004 e ii) la concessione di un importo di 4 milioni di EUR per ciascuno degli esercizi successivi, fino al 2012.

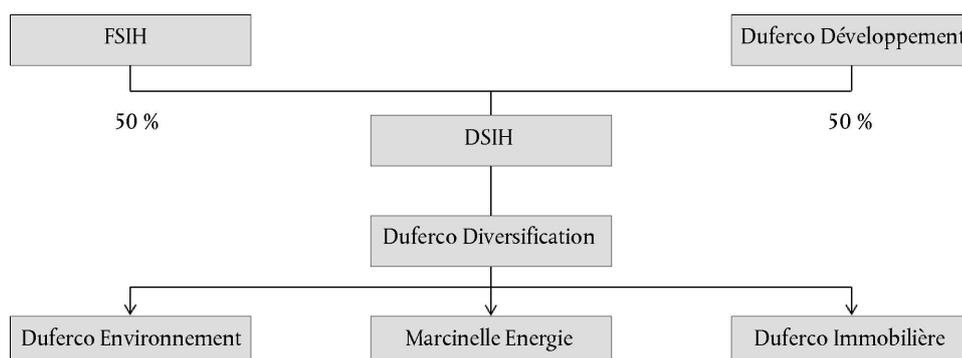
- (40) Nel gennaio 2005 la FSIH ha pertanto incassato un dividendo di 4 milioni di EUR per gli esercizi 2003 e 2004, mentre non sembrano essere stati versati dividendi per il 2005. L'esercizio 2006 non era ancora chiuso quando la FSIH ha venduto la sua partecipazione.
- (41) Nel 2006 la FSIH ha deciso di ritirarsi da DPH e, in previsione della sua uscita, ha nuovamente incaricato Ernst & Young di far valutare la sua partecipazione del 25 % in DPH. La relazione di Ernst & Young del 2006 (la «relazione Ernst & Young del 2006») valuta la partecipazione del 25 % tra [...] e [...] milioni di USD, ossia tra [...] e [...] milioni di EUR, secondo la media annuale del tasso di cambio USD-EUR del 2006.
- (42) Le parti non hanno tenuto conto della valutazione della relazione Ernst & Young del 2006, tanto che il 14 giugno 2006 la FSIH ha venduto la sua partecipazione a [la società che all'epoca controllava DPH] per [...] milioni di USD, pari a circa [...] milioni di EUR.

#### 2.2.4. MISURA 3: PARTECIPAZIONE IN DSIH (14.12.2006)

- (43) Oltre alla siderurgia, il gruppo Duferco aveva sviluppato in Belgio attività di diversificazione che nel settembre 2006 erano state riunite in una nuova controllata collegata a SIF: Carsid Développement. Nel dicembre 2006, qualche giorno prima che SIF passasse sotto il parziale controllo di NLMK, fu deciso di far uscire Carsid Développement dal partenariato con la società russa.
- (44) Per riprendere e sviluppare le attività di Carsid Développement, Duferco si allea allora con la FSIH e il 29 novembre 2006 viene costituita una nuova società, [...]. Al momento della costituzione, il suo azionista è [...] e il suo capitale sociale iniziale ammonta a [...] milioni di EUR (sottoscritto ma non liberato, ad eccezione di un'azione del valore nominale di un euro). Tuttavia, sin dalla prima riunione del 7 dicembre 2006, il consiglio di amministrazione di [...] accetta il trasferimento dell'azione esistente da [...] alla FSIH. Il consiglio di amministrazione accetta in seguito la sottoscrizione di un'azione del valore nominale di un euro da parte di una controllata del gruppo Duferco, Duferco Développement, e decide di modificare la denominazione sociale della società in Duferco Salvage Investments Holding («DSIH»). Dal 7 dicembre la FSIH e Duferco dispongono pertanto di una nuova controllata comune, DSIH, pronta ad accogliere le attività di Carsid Développement.
- (45) L'11 e il 14 dicembre 2006 la FSIH e Duferco Développement aumentano ciascuna il capitale di DSIH di [65-72] milioni di EUR con un conferimento in denaro, corrispondente a una partecipazione del 50 %. Questi fondi servono a rilevare tutte le azioni di Carsid Développement, che vengono acquistate il 14 dicembre 2006 per [...] milioni di EUR. Carsid Développement viene ridenominata Duferco Diversification.
- (46) Duferco Diversification detiene allora il 100 % delle tre società di seguito indicate: Duferco Environnement, Duferco Immobilière e Marcinelle Energie. In particolare, Duferco Environnement è a capo di un progetto di risanamento di terreni situati a [...] e appartenenti a Duferco Développement (progetto denominato [...]). Duferco Immobilière riunisce invece una serie di attività immobiliari precedentemente detenute da Carsid. Marcinelle Energie si occupa infine, nel 2006, di portare a termine la costruzione di una centrale CCGT (centrale a turbina a gas a ciclo combinato o turbina gas-vapore) a Charleroi.

Grafico n. 1

#### Le società coinvolte nella misura 3



- (47) Nel 2008, l'80 % del progetto Marcinelle viene venduto al produttore e distributore italiano di energia elettrica ENEL per [30-37] milioni di EUR.
- (48) Il 26 marzo 2010 Duferco Développement sottoscrive un'ulteriore azione di DSIH ottenendo così, con 67 001 azioni contro le 67 000 azioni detenute dalla FSIH, una posizione di controllo all'interno di DSIH.
- (49) Nel giugno 2011, concluso il partenariato tra Duferco e NLMK, Duferco e la FSIH decidono di riunire tutte le loro attività della Vallonia, siderurgiche e di diversificazione, in una controllata nuova e unica, denominata DLP. Le attività siderurgiche derivanti dallo smantellamento di SIF vengono collegate a DLP attraverso una controllata denominata «Duferco La Louvière Produits Longs» («DLLPL», cfr. misura 6). Quanto alle attività di diversificazione, dopo una serie di operazioni condotte nell'estate 2011, vengono anch'esse incorporate in DLP:
- [...],
- al termine di queste operazioni, tutte le attività belghe di Duferco (comprese le precedenti attività di DSIH) vengono quindi riunite in DLP attraverso la controllata Duferco Belgium.

2.2.5. MISURE 4 E 5: I PRESTITI A [LA SOCIETÀ CHE ALL'EPOCA ERA A CAPO DEL GRUPPO DUFERCO] E A SIF DEL 2009

- (50) Nel 2009 la FSIH ha concesso a [...], la società a capo del gruppo Duferco, un prestito per complessivi 100 milioni di EUR per un periodo di sei anni. Questa società, che all'epoca del prestito era iscritta a [...], oggi è diventata [...], società di diritto [...].
- (51) Conformemente a un contratto del 4 settembre 2009, la FSIH ha dapprima concesso un prestito di [30-40] milioni di EUR. Il tasso applicabile al prestito è stato fissato all'Euribor a 12 mesi (1,302 %) maggiorato di 75 punti base, pari al 2,052 % al momento della sottoscrizione del contratto. Secondo le informazioni presentate dalle autorità belghe con lettera del 4 giugno 2013, il tasso effettivamente applicato è stato del 2,04 %. Il capitale era rimborsabile alla scadenza, il 31 dicembre 2015, o prima, in caso di cambiamento di controllo di SIF. Gli interessi sul prestito erano capitalizzabili annualmente e pagabili alla scadenza sul saldo restante dovuto, a partire dal sesto anno, o prima in caso di cambiamento di controllo di SIF.
- (52) Le clausole di rimborso in caso di cambiamento di capitale di SIF contenute nell'articolo 1.1 del contratto di prestito sono state introdotte per tenere conto delle clausole di opzione di acquisto reciproche, negoziate da Duferco e NLMK in merito a SIF in un accordo del 1° febbraio 2008. L'accordo del 2008 prevedeva infatti la possibilità di esercitare quest'opzione in qualsiasi momento a partire da dicembre 2010 a un prezzo di [...] milioni di USD. In virtù dell'articolo 6.1 del contratto di prestito tra la FSIH e [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco], in caso di cambiamento di controllo di SIF, il debitore era tenuto a destinare prioritariamente gli importi percepiti in tale occasione al rimborso integrale del prestito concesso dalla FSIH.
- (53) Il prestito beneficiava di due tipi di garanzie:
- l'obbligo, a carico di [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco], di destinare al rimborso del prestito concesso dalla FSIH i fondi provenienti dalla vendita a NLMK della partecipazione di Duferco in SIF a seguito dell'esercizio dell'opzione d'acquisto prevista dall'accordo del 1° febbraio 2008,
- un pegno su [...] azioni ordinarie della società DPH.
- (54) Nel dicembre 2009 il contratto di prestito del 4 settembre 2009 è stato corredato di un atto aggiuntivo, e un nuovo prestito di [60-70] milioni di EUR è stato concesso dalla FSIH a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco]. Anche in questo caso, il tasso applicabile al prestito è stato fissato all'Euribor a 12 mesi (1,302 %) maggiorato di 75 punti base, pari al 2,052 % al momento della sottoscrizione del contratto. Secondo le informazioni presentate dalle autorità belghe con lettera del 4 giugno 2013, il tasso effettivamente applicato al momento della concessione del prestito è stato dell'1,99 %. Per quanto riguarda il rimborso del prestito (capitale e interessi), si sono applicate le stesse condizioni del contratto del 4 settembre, mentre per quanto riguarda le garanzie, sono state impegnate [...] azioni aggiuntive di DPH.
- (55) Secondo la relazione annuale di Duferco per il 2009, il valore totale della garanzia dei due prestiti ammontava a circa [...] milioni di USD, mentre secondo il Belgio il valore della garanzia corrispondeva a questo importo solo considerando esclusivamente l'attivo netto al momento della concessione del prestito.

- (56) Il prestito è stato rimborsato anticipatamente nel luglio 2011 a seguito dell'acquisizione integrale di SIF da parte di NLMK.
- (57) Nello stesso periodo, in virtù di due contratti del 29 settembre e del 22 dicembre 2009, la FSIH ha concesso a SIF un prestito di 75 milioni di EUR. Questo prestito è stato concesso in due rate, rispettivamente di 20 milioni di EUR (settembre 2009) e 55 milioni di EUR (dicembre 2009). Il tasso applicabile al prestito è stato fissato all'Euribor a 12 mesi (1,302 %) maggiorato di 75 punti base, pari al 2,052 % al momento della sottoscrizione del contratto. Secondo le informazioni presentate dalle autorità belghe con lettera del 4 giugno 2013, il tasso effettivamente applicato è stato dell'1,99 % al momento della concessione delle due rate.
- (58) Il capitale era rimborsabile [...]. Gli interessi erano [...]. Inoltre, secondo l'articolo 5 del contratto di prestito, [...].
- (59) Il 29 giugno 2011 le parti hanno deciso che, alla luce della congiuntura mondiale negativa nel settore siderurgico e del cambiamento di controllo di SIF, quest'ultima dovesse rimborsare il prestito anticipatamente in tre versamenti tra il 2011, il 2012 e il 2013. Il 30 giugno 2011, SIF ha rimborsato parte del capitale, pari a [15-25] milioni di EUR, e gli interessi maturati a quel momento, pari a [1-2] EUR. L'ultimo atto aggiuntivo del 30 settembre 2013 prevede il rimborso anticipato del saldo restante dovuto, pari a [55-65] milioni di EUR di capitale e [1-2] milioni di EUR di interessi. Nella loro risposta alla decisione di avvio, le autorità belghe hanno informato la Commissione che il credito di SIF verso la FSIH era stato interamente rimborsato.

#### 2.2.6. MISURA 6: AUMENTO DI CAPITALE DI 100 MILIONI DI EUR IN DLP

- (60) Nell'estate 2011, la FSIH ha conferito in tutto 100 milioni di EUR in DLP, lo strumento d'investimento di diritto lussemburghese creato per accogliere gli investimenti paralleli della FSIH e di Duferco in Belgio. Questo investimento è stato effettuato in due tempi.
- (61) In un primo momento, il 29 giugno 2011, la FSIH ha concesso un prestito convertibile di 30 milioni di EUR a DLP al tasso Euribor a 12 mesi, maggiorato di 200 punti base (ossia  $2,137 + 2 \% = 4,137 \%$ ). Il prestito in questione, concesso per un periodo di dieci anni, non prevedeva garanzie, visto l'obiettivo delle parti di convertirlo in capitale. La conversione del prestito in capitale è effettivamente avvenuta il 23 settembre 2011.
- (62) Il 7 luglio 2011 Duferco ha partecipato, attraverso la controllata DII, a un aumento di capitale di 101 milioni di EUR in DLP, a concorrenza del 50,26 % del capitale sociale di DLP.
- (63) Il 14 luglio 2011 la FSIH ha concesso 70 milioni di EUR a DLP attraverso un aumento di capitale.
- (64) Al termine dell'investimento, la FSIH deteneva il 49,74 % del capitale sociale di DLP.
- (65) L'aumento di capitale di 201 milioni di EUR (100 milioni di EUR conferiti dalla FSIH e 101 milioni di EUR versati da Duferco) è stato sottoscritto con l'obiettivo di:
- i) acquistare le azioni di DLLPL e le azioni di un'altra controllata belga di Duferco, Duferco Trebos, a fronte rispettivamente di [80-100] e [5-15] milioni di EUR. Queste operazioni rispondevano alla volontà di Duferco e della FSIH (già descritta nella misura 3) di riunire tutte le attività di Duferco in Vallonia all'interno di DLP a seguito della conclusione del partenariato tra Duferco e NLMK;
  - ii) acquistare le scorte di Duferco La Louvière Sales <sup>(10)</sup> per [50-70] milioni di EUR;
  - iii) investire [30-40] milioni di EUR in DLLPL, diventata Duferco Belgium, per la produzione di una nuova colata continua.
- (66) Nel dicembre 2012 è stato deciso di scindere nuovamente le attività siderurgiche (in gran parte sospese) da quelle non siderurgiche di Duferco in Vallonia: Duferco Belgium manteneva le attività siderurgiche, mentre le attività di diversificazione venivano trasferite a una nuova controllata di DLP, Duferco Wallonie. Al termine di queste riorganizzazioni l'organigramma del gruppo si presenta così:

Grafico n. 2

#### Le società coinvolte nella misura 6

[...]

<sup>(10)</sup> Duferco La Louvière Sales è una società controllata da SIF.

### 3. SINTESI DEI DUBBI SOLLEVATI NELLA DECISIONE DI AVVIO

#### 3.1. ESISTENZA DI UN AIUTO

##### 3.1.1. MISURA 1

- (67) La Commissione ricorda che i suoi dubbi non riguardavano le condizioni in cui la FSIH aveva acquisito la propria partecipazione in Duferco US. Essa dubitava piuttosto che le condizioni in cui la FSIH aveva messo fine alla partecipazione in Duferco US fossero conformi al principio dell'investitore privato operante in economia di mercato. Per argomentare i suoi dubbi, la Commissione ha avanzato diverse motivazioni.
- (68) Innanzitutto, il prezzo di vendita in euro del 2006 era identico al prezzo di acquisto del 2003, il che lascia presupporre una bassa redditività durante il periodo di possesso della partecipazione. La Commissione nutriva dubbi in proposito, considerati i risultati positivi di Duferco US tra il 2003 e il 2006 e il consistente aumento del patrimonio netto di quest'ultima. A tale proposito, la Commissione contestava l'opinione delle autorità belghe, che ritenevano che il rendimento della partecipazione dovesse essere valutato in dollari americani (valuta funzionale di Duferco US) e non in euro (valuta funzionale della FSIH).
- (69) La Commissione era inoltre sorpresa che del fatto che, prima della definizione del prezzo di esercizio dell'opzione, non fosse stata effettuata una valutazione.
- (70) La Commissione esprimeva inoltre dubbi sui motivi del disinvestimento della FSIH e soprattutto sulla percezione di un mutamento congiunturale per gli anni futuri. A tale proposito, la Commissione dubitava che un investitore privato avrebbe acconsentito a un'opzione di durata così lunga (quasi 10 anni) se avesse avuto la sensazione di un prossimo cambiamento congiunturale. Essa osservava inoltre che gli accordi del 2005 e del 2006, stipulati rispettivamente con Duferco e [...], diminuivano l'esposizione di Duferco US alle fluttuazioni di mercato e contribuivano pertanto ad aumentarne la capacità di attrazione.
- (71) Infine, la Commissione dubitava che l'opzione di acquisto fosse stata concessa gratuitamente, dato che aveva un valore economico certo per il gruppo Duferco, che poteva esercitarla come meglio credeva.

##### 3.1.2. MISURA 2

- (72) La Commissione dubitava che le condizioni in cui la FSIH aveva messo fine alla partecipazione in DPH fossero conformi al principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato.
- (73) Oltre alla contestazione dell'utilizzo del dollaro americano per stimare la redditività dell'investimento in DPH, la Commissione dubitava della fondatezza del metodo di determinazione del prezzo di cessione. In particolare, la Commissione nutriva perplessità sulla differenza tra il prezzo deciso dalle parti e la valutazione indipendente condotta da Ernst & Young nel 2006.
- (74) Durante l'indagine preliminare, il Belgio aveva infatti giustificato questa differenza con l'applicazione di cinque detrazioni. La Commissione dubitava che queste detrazioni fossero realmente state decise durante le trattative tra [la società che all'epoca controllava DPH] e la FSIH e, al di là di questo quesito formale, si interrogava comunque sulla loro fondatezza economica.
- (75) La Commissione si chiedeva infine quali fossero i motivi del disinvestimento della FSIH.
- (76) In conclusione, la Commissione sosteneva che la FSIH, anziché agire da investitore privato, aveva soltanto cercato di recuperare l'investimento iniziale di 80 milioni di EUR, semplicemente maggiorato del dividendo di 4 milioni di EUR dovuto per il 2005 e non ancora distribuito.

##### 3.1.3. MISURA 3

- (77) La Commissione dubitava che le condizioni in cui la FSIH aveva investito in DSIH fossero conformi al principio dell'investitore privato operante in economia di mercato.
- (78) In risposta all'affermazione del Belgio sul carattere pari passu dell'operazione, la Commissione faceva notare che al momento dell'investimento la società DSIH era già nella sfera di influenza di Duferco e che anche le attività conferite in questa nuova controllata erano detenute da Duferco (al 50 % tramite SIF). In tali condizioni, il nuovo azionista (pubblico) era l'unico ad assumersi un rischio nuovo e l'operazione non poteva essere considerata pari passu.

- (79) Per quanto riguarda la valutazione di Duferco Diversification e delle sue controllate,
- la Commissione dubitava che si fosse voluto attribuire un prezzo di [...] milioni di EUR a un progetto così poco sviluppato come [...],
  - la Commissione nutriva dubbi sulla valutazione del progetto Marcinelle, alla luce delle ipotesi di base.
- (80) La Commissione si chiedeva infine quali conseguenze avesse sulla FSIH la vendita di Duferco Diversification a DLP nel 2011, dal momento che DLP era detenuta dalla FSIH solo al 49,7 %, mentre quest'ultima possedeva tutte le azioni meno una di DSIH.

#### 3.1.4. MISURE 4 E 5

- (81) La Commissione esprimeva dubbi sull'affermazione del Belgio, secondo cui il tasso applicato per i due prestiti non conteneva elementi di aiuto: esso era infatti ampiamente superiore al tasso d'interesse variabile medio applicato dalle banche a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] e al gruppo SIF, pari rispettivamente all'1,31 % e all'1,92 %.
- (82) Per quanto riguarda il prestito concesso a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco], le informazioni trasmesse all'epoca dalle autorità belghe non permettevano di ottenere prestiti privati con caratteristiche simili a quelli indicati.
- (83) Quanto al prestito concesso a SIF, la Commissione dubitava che quest'impresa avesse un rating AAA, oltre a nutrire perplessità sull'assenza di garanzie su questo prestito.
- (84) Secondo la Commissione, non era quindi possibile escludere del tutto che i prestiti concessi a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] e SIF contenessero elementi di aiuti di Stato.

#### 3.1.5. MISURA 6

- (85) La Commissione esprimeva dubbi sulla conformità dell'aumento di capitale di 100 milioni di EUR in DLP rispetto al principio dell'investitore privato operante in economia di mercato.
- (86) La Commissione osservava che l'investimento non poteva essere considerato a priori pari passu, essendo effettuato da Duferco in una società già detenuta dal gruppo. In tali condizioni, l'azionista pubblico e l'azionista privato non si assumevano gli stessi rischi, dato che quest'ultimo non poteva essere considerato indipendente in merito all'investimento in questione.
- (87) Per quanto riguarda il prezzo delle attività destinate ad essere acquisite da DLP, la Commissione dubitava in particolare del metodo scelto per valutare DLLPL, Duferco Trebos e le scorte rilevate presso Duferco La Louvière Sales.

### 3.2. COMPATIBILITÀ

- (88) La Commissione ha osservato che nessun orientamento o testo di riferimento della Commissione sui criteri di compatibilità in materia di aiuti di Stato sembrava applicabile alle misure in questione. Per quanto riguarda in particolare la possibilità di aiuti regionali, i testi pertinenti prevedevano la non compatibilità con il mercato interno di tali aiuti nel settore siderurgico.

## 4. OSSERVAZIONI DEL BELGIO

### 4.1. MISURA 1

- (89) Per quanto concerne il principio dell'investitore privato operante in economia di mercato, le autorità belghe ritengono che, visto il particolare contesto in cui è stata effettuata la vendita delle azioni di Duferco US, non sia possibile affermare che l'operazione in questione è stata effettuata a un prezzo di mercato.
- (90) Innanzitutto il Belgio osserva che la valuta funzionale di Duferco US, impresa insediata negli Stati Uniti, è il dollaro americano, conformemente al principio contabile internazionale IAS 21.9. Le autorità belghe ritengono pertanto che l'investimento della FSIH e il calcolo del suo rendimento debbano essere analizzati in dollari americani e non in euro dopo la conversione. Esse aggiungono che la FSIH si è assunta il rischio di non tutelarsi contro i rischi di cambio, nella misura in cui era molto difficile ottenere una copertura, vista la natura stessa dell'operazione e soprattutto l'incertezza sulla data di abbandono dell'investimento. Il Belgio conferma che, sulla base degli importi in dollari americani, il rendimento dell'investimento è stato del 6,81 % annuo.

- (91) Le autorità belghe contestano inoltre la presa in considerazione del valore del patrimonio netto nella valutazione di Duferco US. In tal senso esse affermano, in primo luogo, che una crescita del patrimonio netto pur avendo certamente un'incidenza sul valore contabile di una società, non determina necessariamente un aumento del suo valore di mercato. In secondo luogo, esse sottolineano la forte volatilità degli utili della società negli anni esaminati dalla Commissione. A tale proposito, il Belgio contesta l'affermazione della Commissione secondo cui il periodo 2003-2006 sarebbe stato «complessivamente generatore di profitti» per Duferco US e Farrell.
- (92) Più che una valutazione basata sul patrimonio netto, il Belgio sostiene la necessità di scegliere un metodo di valutazione fondato su un multiplo dell'Ebitda (utile al lordo di interessi, imposte, deprezzamento e ammortamento). Le autorità belghe contestano il valore del multiplo utilizzato dalla Commissione basandosi sulla banca dati indipendente S&P Capital IQ e affermano che il multiplo medio di imprese simili a Duferco US (tra [...] e [...]) è inferiore a quello della Commissione ([...]). Ne consegue una minore valutazione della partecipazione del 49,9 % in Duferco US. Secondo il Belgio, il prezzo di cessione stabilito dalle parti ([...] milioni di USD) sarebbe significativamente superiore alla valutazione della partecipazione ceduta ([...] milioni di USD se il multiplo scelto è [...] e [...] milioni di USD se il multiplo è [...]).
- (93) Per affinare la sua valutazione, il Belgio torna poi sull'incidenza dei contratti di fornitura sottoscritti da Farrell, Duferco e [...] nel settembre 2005 e nel gennaio 2006 e afferma che la stabilizzazione dell'Ebitda di Farrell derivante da questi contratti, aventi l'effetto di ridurre il rapporto rischio/rendimento dell'investimento, giustificava un prezzo di cessione della partecipazione della FSIH in Duferco US compreso tra [...] e [...] milioni di USD. Il Belgio sottolinea che il prezzo di cessione che è stato alla fine stabilito ([...] milioni di USD) è sostanzialmente superiore a queste valutazioni.
- (94) Infine, per quanto riguarda il disinvestimento della FSIH, le autorità belghe riportano diverse motivazioni: i) la sottoscrizione dell'accordo di fornitura di bramme con [...] che, pur stabilizzando i risultati, rischiava di limitare i potenziali profitti di Duferco US; ii) le trattative in corso per la cessione del 50 % di SIF a NLMK che prevedevano l'incorporazione di Duferco US nel partenariato con il gruppo russo; iii) la sensazione della FSIH circa un prossimo mutamento congiunturale del mercato dell'acciaio; iv) l'esistenza di abbondante liquidità all'interno del gruppo Duferco, che creava le condizioni perché la FSIH cedesse le sue quote in Duferco US.
- (95) Quanto al prezzo e alla scadenza dell'opzione di acquisto, il Belgio sostiene che il prezzo dell'opzione fosse contemplato nel prezzo di esercizio negoziato e che la durata quasi decennale fosse giustificata dalle incertezze sulla data di realizzazione dell'operazione prevista tra Duferco e NLMK.

#### 4.2. MISURA 2

- (96) In risposta al primo dubbio della Commissione, il Belgio ribadisce la necessità di valutare l'investimento in DPH in USD e non in EUR, essendo il dollaro americano la valuta funzionale di DPH. L'utilizzo dell'USD come valuta di riferimento permetterebbe di ottenere un rendimento annuo per la partecipazione in DPH dell'8,81 %.
- (97) Quanto agli altri dubbi della Commissione, le autorità belghe giustificano la differenza tra il prezzo di vendita e la forbice della relazione Ernst & Young del 2006 con l'applicazione di cinque detrazioni.

##### 4.2.1. DETRAZIONE N. 1 — VALUTAZIONE DELLA DIVISIONE TRADING DI DPH

- (98) DPH è la società madre di due grandi divisioni: la divisione Trading (commercio) e la divisione Industry (produzione). Il 29 settembre 2003, qualche mese dopo l'ingresso della FSIH nel suo capitale, DPH ha venduto il 50 % delle quote della divisione Trading (Duferco International Trading Holding — [...]) a [...]. Questa vendita è stata effettuata in base al valore contabile della divisione Trading, nel senso che il prezzo di vendita è stato calcolato tenendo conto della metà del patrimonio netto di Duferco International Trading Holding, ossia 40,83 milioni di USD, o 36,01 milioni di EUR secondo la media annuale del tasso di cambio USD-EUR nel 2003.
- (99) Secondo il Belgio, si tratta di un prezzo di mercato e, in quanto tale, doveva essere preso in considerazione circa tre anni dopo, al momento della valutazione dell'intero gruppo. Secondo le autorità belghe, la relazione Ernst & Young del 2006 avrebbe dovuto considerare il valore contabile della divisione Trading e non applicare all'intero gruppo, come invece ha fatto, il metodo di valutazione del cosiddetto rapporto «price/earnings». Il Belgio non solleva invece obiezioni sulla valutazione della divisione Industry con il metodo del cosiddetto rapporto «price/earnings».

- (100) La valutazione della divisione Trading al valore contabile è assimilabile all'applicazione di una detrazione tra 20 e 31 milioni di USD rispetto alla valutazione della relazione Ernst & Young del 2006.
- (101) Il Belgio sottolinea infine che, anche se si volesse applicare all'intero gruppo il metodo «price/earnings», il rapporto considerato dalla relazione Ernst & Young del 2006 non rispecchierebbe il profilo di rischio di DPH. La scelta di questo metodo non dispensa infatti dal valutare separatamente la divisione Trading dalla divisione Industry, dovendo applicare a ciascuna di esse un diverso rapporto. L'errore della relazione Ernst & Young del 2006 sarebbe stato quello di aver applicato all'intero gruppo (divisione Trading inclusa) un rapporto derivante da imprese comparabili attive esclusivamente nel settore dell'industria. Orbene, secondo le autorità belghe, il commercio è un'attività più rischiosa della produzione. Sarebbe pertanto opportuno applicare a questo tipo di attività un rapporto «price/earnings» inferiore, commisurato al minore interesse degli investitori per questo profilo di rischio (a sostegno della propria osservazione, il Belgio ha fornito dati tratti da S&P Capital IQ). Non procedendo in questo modo, la relazione Ernst & Young del 2006 ha avuto l'effetto di sopravvalutare DPH.

#### 4.2.2. DETRAZIONE N. 2 — CICLICITÀ DEL MERCATO DELL'ACCIAIO

- (102) Le autorità belghe sono del parere che il periodo considerato da Ernst & Young per stimare l'utile e il rapporto «price/earnings» da applicare alla valutazione di Duferco US non rifletta adeguatamente la ciclicità del settore siderurgico. Il periodo in questione, che copre solo i quattro anni compresi tra il 2003 e il 2006, includerebbe infatti tre anni positivi (2004, 2005 e 2006) e un solo anno negativo (2003). Le parti avrebbero pertanto aggiunto gli anni 2001 e 2002 alla loro analisi e definito ponderazioni diverse da quelle di Ernst & Young per ogni anno.
- (103) I valori e le ponderazioni considerati dalle parti conducono a una valutazione di [...] milioni di USD per DPH (contro [...] milioni di USD nel caso di riferimento di Ernst & Young). Questa differenza significativa di valutazione, alla quale occorrerebbe aggiungere l'effetto degli altri aggiustamenti e detrazioni, sarebbe la dimostrazione della sopravvalutazione di DPH da parte di Ernst & Young nel 2006.

#### 4.2.3. DETRAZIONE N. 3 — ILLIQUIDITÀ DELLE QUOTE

- (104) Il Belgio ritiene opportuno applicare una detrazione per illiquidità delle quote di DPH detenute dalla FSIH. I fattori comunemente considerati per valutare la liquidità delle azioni di una società sono:
- opzione di vendita: l'azionista dispone di un'opzione che gli consente di vendere le sue azioni a un prezzo prestabilito? Tale opzione, nella fattispecie assente, avrebbe avuto l'effetto di incrementare la liquidità delle azioni,
  - clausole che riducono l'appetibilità della partecipazione: sia la FSIH sia [la società che all'epoca controllava DPH] disponevano di un diritto di prelazione («*first refusal right*») in caso di prevista vendita di quote a terzi. Questo tipo di clausola riduce notevolmente l'interesse di terzi ad intraprendere lunghe e costose trattative con uno degli azionisti esistenti per l'acquisto di quote. L'offerta risultante da questa trattativa può infatti essere soggetta al diritto di prelazione dell'altro azionista esistente,
  - importo dei dividendi: la FSIH poteva auspicare di ricevere in futuro solo dividendi relativamente limitati, pari a un rendimento annuale del 4,8 % (dividendo di 4 milioni di EUR all'anno). Resta il fatto che un basso livello di dividendi nuoce alla liquidità di un'azione,
  - fattori di rischio per gli investitori: considerata la grande ciclicità del settore siderurgico e la volatilità dei profitti di DPH, emerge che quest'ultima operava in un contesto molto rischioso. Un tale livello di rischio influenza negativamente la liquidità di una partecipazione,
  - prospettive di crescita: nel 2006 si riteneva che il mercato avesse raggiunto il culmine del ciclo e che le prospettive di crescita per gli anni futuri fossero pertanto limitate. Questo fattore accentua ancora una volta l'illiquidità delle azioni,
  - entità della partecipazione: maggiore è l'entità della partecipazione e minori sono i potenziali acquirenti. Tale affermazione è ancora più vera nel caso di specie, se si considera che la partecipazione è elevata ma resta minoritaria,
  - dimensioni e solidità finanziaria dell'impresa: DPH poteva essere considerata un'impresa di dimensioni medio-piccole, avendo un patrimonio netto pari a [...] milioni di EUR, come si evince dalla relazione Ernst & Young del 2006. Le azioni di una PMI, a fortiori non quotata, sono meno facilmente cedibili di quelle di una grande società.

- (105) Alla luce di questi fattori e considerata «l'assenza di interesse per questa partecipazione da parte di altri operatori», le parti avrebbero deciso di applicare una detrazione di illiquidità del 40 %, contro il 30 % raccomandato da Ernst & Young.
- (106) Il Belgio ritiene di non dover giustificare ulteriormente le detrazioni aggiuntive, dal momento che ciascuna di esse rientra nella forbice normalmente applicata e che la detrazione del 40 % è frutto di una negoziazione tra le parti.

#### 4.2.4. DETRAZIONE N. 4 — RISERVA RELATIVA AI DIVIDENDI PRIVILEGIATI DELLA FSIH

- (107) La FSIH aveva negoziato il diritto a un dividendo privilegiato di 4 milioni di EUR all'anno per gli esercizi dal 2005 al 2012. Ernst & Young ha tenuto conto di questo diritto nella sua valutazione del 2006, ritenendo che la FSIH potesse auspicare di ricevere 4 milioni di USD <sup>(1)</sup> all'anno per i sette anni fino al 2012 (pari a un importo attualizzato di 26,3 milioni di USD).
- (108) Ernst & Young non ha aggiunto questa somma attualizzata tale e quale alla propria valutazione, ma vi ha applicato una detrazione del 6,2 % ritenendo che il rischio di mancato versamento del dividendo privilegiato fosse paragonabile al rischio di default di un'obbligazione con rating BBB. La relazione Ernst & Young del 2006 ha quindi aggiunto 22,2 milioni di USD al valore ottenuto per il 25 % delle quote di DPH.
- (109) Secondo le autorità belghe, le parti hanno ritenuto all'epoca che la detrazione del 6,2 % non fosse sufficiente a riflettere il rischio di mancato versamento del dividendo privilegiato.
- (110) Per giustificare questo ragionamento, il Belgio cita fondamentalmente due motivi. Il primo riguarda la volatilità dei risultati di DPH: in caso di utili o liquidità insufficienti, DPH avrebbe dovuto rinunciare al versamento del dividendo. Il Belgio sottolinea in tal senso che il versamento del dividendo privilegiato era a discrezione della società. Il secondo motivo riguarda l'organizzazione del gruppo Duferco: poiché la debitrice dei dividendi era una holding (DPH), i suoi utili erano solo il consolidamento degli utili generati dalle sue controllate. Tuttavia, per diversi motivi (tra cui normativa fiscale, impegni finanziari, impegni contrattuali) non era sempre facile, per non dire impossibile, far risalire gli utili dalle controllate alla società holding.
- (111) Tutti questi fattori generavano una reale incertezza sul versamento futuro del dividendo privilegiato di DPH. Secondo le autorità belghe, bisognava quindi considerare una detrazione necessariamente più alta di quella che sarebbe stata applicata per rendimenti futuri di obbligazioni con rating BBB. Le parti avrebbero concordato un valore del 14 %, pari a una detrazione di 4 milioni di USD rispetto alla valutazione di Ernst & Young.

#### 4.2.5. DETRAZIONE N. 5 — PREMIO DI CONTROLLO

- (112) La detrazione n. 5 è in realtà la scelta di non applicare la maggiorazione proposta dalla relazione Ernst & Young del 2006. In questa relazione la società di consulenza aveva infatti osservato che, in virtù dell'accordo tra azionisti, la FSIH disponeva di diritti specifici che le consentivano di incidere su alcune decisioni strategiche del gruppo. La relazione Ernst & Young del 2006 sosteneva pertanto la necessità di aggiungere un premio di controllo compreso tra lo 0 e il 10 % del valore della partecipazione.
- (113) Secondo le autorità belghe, le parti hanno deciso di non tenere conto di questo premio di controllo, in quanto i diritti specifici in questione non avrebbero avuto in realtà nessun valore commerciale nell'ambito di una cessione a terzi o a [la società che all'epoca controllava DPH]. Il Belgio ritiene infatti che, in caso di cessione a un azionista terzo, [la società che all'epoca controllava DPH] poteva opporsi alla cessione dei diritti contenuti nell'accordo tra azionisti di DPH. [La società che all'epoca controllava DPH] non doveva quindi pagare un determinato importo per recuperare i pieni poteri.
- (114) Il Belgio osserva che, in virtù dell'accordo tra azionisti, le parti avevano deciso che i diritti specifici connessi alle quote della FSIH sarebbero venuti meno in caso di cessione a terzi della partecipazione di una delle parti. Se è innegabile che i diritti specifici previsti dall'accordo tra azionisti conferivano quanto meno alla FSIH il potere di influenzare la gestione di DPH e che essi avevano necessariamente un certo valore quando la FSIH ha acquisito la sua partecipazione in DPH, resta il fatto che la FSIH non poteva trasferire liberamente i suoi diritti specifici a terzi. Questi diritti non avevano quindi nessun valore commerciale.

<sup>(1)</sup> Occorre tuttavia notare che Ernst & Young ha commesso l'errore di sostituire l'euro con il dollaro.

## 4.2.6. ALTRI ELEMENTI DI CONTESTO

- (115) Le autorità belghe evidenziano altri due elementi che non hanno condotto all'applicazione di una detrazione, ma che hanno voluto citare per fare conoscere alla Commissione i vari elementi di negoziazione discussi tra le parti per definire il prezzo finale.
- (116) Il primo elemento di contesto si riferisce all'accordo del 2005 tra DPH e Farrell che prevedeva il trasferimento di alcuni utili a Farrell. In virtù di questo accordo, la relazione Ernst & Young del 2006 applica una detrazione di 5,5 milioni di USD all'utile riportato («reported earning») di ogni anno considerato. Questa detrazione non è stata aumentata dalle parti.
- (117) Il secondo elemento di contesto riguarda un accordo di fornitura con la società [...], che prevedeva l'acquisto di una quantità sostanziale di semilavorati (bramme) a un prezzo corrispondente al costo di produzione. Questo accordo poteva costituire per DPH tanto un rischio di perdita quanto una possibilità di guadagno, a seconda dei prezzi mondiali dell'acciaio. Esso prevedeva obblighi di conferimento di capitale e penali elevate in caso di recesso e costituiva pertanto un potenziale vincolo per DPH. La relazione Ernst & Young del 2006 non ha effettuato una valutazione del rischio rappresentato da questo vincolo e, stando alle informazioni trasmesse dal Belgio alla Commissione, non lo hanno fatto nemmeno le parti.
- (118) Le autorità belghe intendono infine ricordare i motivi del disinvestimento della FSIH: ciclicità del settore, ingresso e influenza di nuovi investitori privati nel gruppo Duferco ([...] e NLMK) e disponibilità di liquidità all'interno del gruppo Duferco. Esse sottolineano in tal senso che l'impresa comune con NLMK era una manifestazione della volontà di Duferco di uscire gradualmente dalla produzione siderurgica industriale per orientarsi verso nuove attività, come il recupero di siti e lo sviluppo di progetti energetici. La FSIH avrebbe seguito questa tendenza ritirandosi da DPH e investendo nei nuovi progetti di diversificazione del gruppo (cfr. misura 3).

## 4.3. MISURA 3

- (119) Il Belgio giustifica il prezzo di [...] milioni di EUR con la somma di diversi elementi.

## 4.3.1. CREDITI COMMERCIALI

- (120) Carsid Développement, diventata Duferco Diversification, ha ereditato [30-37] milioni di EUR di crediti commerciali nei confronti di un'altra società del gruppo (Duferco La Louvière Sales).

## 4.3.2. LA PLUSVALENZA ATTESA DAL PROGETTO [...]

- (121) Dal [...] 2002, il gruppo Duferco si era dedicato allo sviluppo di un ampio progetto di sistemazione del sito. Benché i terreni appartenessero a Duferco Développement, lo sviluppo del progetto era stato affidato alla controllata Carsid Développement (diventata Duferco Diversification).
- (122) Il Belgio precisa che il 5 dicembre 2006, quando la FSIH ha deciso di approvare l'ingresso nel capitale di DSIH, già si sapeva che Duferco Développement, che non disponeva di risorse umane, sarebbe ricorso a Duferco Diversification per effettuare i lavori di preparazione e di risanamento del sito di [...]. Per quanto riguarda la remunerazione di Duferco Diversification per i servizi forniti nell'ambito del progetto, era già deciso che Duferco Diversification beneficiasse della metà dell'utile previsto dal prezzo di vendita dei terreni appartenenti a Duferco Développement e che l'altra metà spettasse a quest'ultima.
- (123) Il Belgio ammette che la conclusione formale del contratto tra Duferco Diversification e Duferco Développement ha subito ritardi a causa della complessità e dell'obiettivo ambizioso del progetto immobiliare. Alcuni aspetti dovevano infatti essere ancora definiti in base alle conclusioni del *syndicat d'études* che era stato costituito con decreto ministeriale del 18 gennaio 2007, ossia un mese dopo l'ingresso della FSIH in DSIH.
- (124) Alla fine la remunerazione di Duferco Diversification nell'ambito del progetto [...] è stata formalizzata in un accordo del 4 febbraio 2009 tra Duferco Développement, proprietaria dei terreni, e Duferco Diversification. Il Belgio indica che, conformemente a quanto inizialmente stabilito, l'accordo del 2009 prevedeva che l'utile derivante dalla vendita del terreno bonificato fosse diviso in parti eguali tra Duferco Développement e Duferco Diversification. In tal senso, l'accordo del 2009 non è altro che la formalizzazione di un accordo già esistente dal 2006 tra Duferco Développement e Carsid Développement. L'inserimento di questo progetto nel processo di valutazione di Carsid Développement era quindi perfettamente giustificato per la FSIH quando ha investito nella società DSIH.

- (125) Le autorità belghe ribadiscono inoltre che, sin dal 2006, la FSIH ha basato il suo investimento su una valutazione del progetto. Esse ritengono che l'utile atteso dal progetto [...] sia stato valutato prudentemente nel 2006 a [...] milioni di EUR.
- (126) Quest'importo corrispondeva alla differenza tra il costo stimato per il risanamento del sito [...] ([...] milioni di EUR secondo una perizia del 2006) e il valore dei terreni detenuti da Duferco Développement (già stimato, secondo il Belgio, a [...] milioni di EUR e confermato nel gennaio 2010 dagli esperti della società GALTIER).
- (127) Le autorità belghe ritengono pertanto che la FSIH abbia agito in modo prudente e conservativo chiedendo alle parti di considerare un utile di [...] milioni di EUR che, conformemente ai loro accordi, sarebbe stato diviso in parti eguali tra Duferco Développement e Duferco Diversification (ossia [...] milioni di EUR che DSIH avrebbe dovuto prendere in considerazione).
- (128) terminate le riorganizzazioni interne di Duferco, il progetto [...] è stato trasferito alla società Duferco Wallonie il 19 dicembre 2012 per [...] milioni di EUR. Questa somma corrisponderebbe alla plusvalenza attesa dal progetto, rivalutata nel 2012 secondo nuove perizie.
- (129) Il Belgio non fornisce ulteriori indicazioni sull'eventuale attuazione del progetto [...] ad oggi, né sul suo successo o fallimento commerciale.

#### 4.3.3. IL CONFERIMENTO DI BENI IMMOBILI A UNA CONTROLLATA DI DUFERCO DIVERSIFICATION

- (130) Alcuni beni immobili della società Duferco La Louvière sono stati trasferiti a Duferco Immobilière, controllata di Duferco Diversification. Il loro valore, attestato da una società di consulenza, è stimato tra [14-21] e [15-22] milioni di EUR.

#### 4.3.4. IL VALORE DEL PROGETTO MARCINELLE ENERGIE

- (131) Marcinelle Energie è una controllata di Duferco Diversification, incaricata nel 2006 di realizzare la costruzione di una centrale CCGT a Charleroi. Per valutare questo progetto, la FSIH si è basata su una perizia della società di consulenza Bain («Bain») del luglio 2006.
- (132) Bain aveva stimato il valore complessivo del progetto a [...] milioni di EUR: i) [...] milioni di EUR di valore attuale netto per la centrale vera e propria e ii) [...] milioni di EUR in caso di assegnazione del 100 % delle quote di CO<sub>2</sub> al progetto.
- (133) Una valutazione intermedia proposta da Bain si basava su i) un valore attuale netto di [...] milioni di EUR (escludendo l'ipotesi di un'alleanza tra Duferco e un fornitore di energia elettrica) e ii) un'assegnazione del 50 % soltanto delle quote di CO<sub>2</sub> per [...] milioni di EUR. In seguito, la valutazione delle quote di CO<sub>2</sub> è stata ulteriormente ridotta considerando un rischio di abbattimento del prezzo di scambio delle quote. Alla fine il valore accettato dalla FSIH per le quote di CO<sub>2</sub> sarebbe stato di [...] milioni di EUR.
- (134) Secondo questa perizia, la FSIH è stata legittimamente portata a credere che l'investimento nella costruzione di una CCGT avrebbe apportato un valore attuale netto di [...] milioni di EUR ([...] milioni di EUR). La relazione Bain lasciava tuttavia intendere che un'alleanza con un fornitore di energia elettrica esperto avrebbe permesso di incrementare il valore attuale netto del progetto a [...] milioni di EUR.
- (135) Secondo il Belgio, il valore mediano complessivo del progetto Marcinelle Energie, quale prudentemente stimato in base alla perizia Bain, era quindi di [...] milioni di EUR.
- (136) Alla luce di questa stima, la FSIH ha avviato delle trattative per la valutazione del progetto Marcinelle Energie basandosi sui contatti preliminari stretti dal gruppo Duferco con diversi operatori del settore dell'energia, con l'obiettivo di costituire un partenariato. Come attestano gli scambi con i principali operatori del settore dell'energia — tra cui EDF, ELECTRABEL, SPE, NUON e ENEL —, il progetto Marcinelle Energie ha suscitato grande interesse e lasciava presagire importanti opportunità.
- (137) Tuttavia, dal momento che durante i contatti esplorativi per l'acquisizione dell'80 % delle quote del progetto Marcinelle Energie erano stati indicati importi di soli [...] milioni di EUR, la FSIH ha chiesto e ottenuto che il valore mediano del progetto di [...] milioni di EUR secondo Bain fosse ridimensionato alla luce degli importi menzionati durante i contatti informali di cui sopra.

- (138) Alla fine, l'80 % del progetto è stato valutato a [...] milioni di EUR. La FSIH e Dufenco hanno stabilito di valutare il restante 20 % del progetto al 20 % del valore mediano del progetto risultante dalla perizia Bain, pari a [...] milioni di EUR (20 % di [...] milioni di EUR). Per il progetto Marcinelle Energie è stato quindi considerato un valore totale di [...] milioni di EUR.
- (139) Il Belgio sostiene pertanto che, quando nel dicembre 2006 la FSIH ha deciso di entrare nel capitale di DSIH al fianco di Dufenco Développement, il valore del progetto della centrale di Marcinelle Energie era stato oggetto di trattative che hanno condotto le parti a valutare il progetto su basi nettamente inferiori rispetto al valore mediano di [...] milioni di EUR della relazione Bain. Alla fine i partner hanno considerato un importo di [...] milioni di EUR. Procedendo in tal modo, la FSIH sarebbe riuscita a fare applicare un metodo di calcolo molto prudente.
- (140) Da quanto precede emerge che, in definitiva, le parti hanno optato per una valutazione prudente, ben inferiore alla redditività massima che il progetto avrebbe potuto generare. Sarebbe quindi fondamentalmente ingiusto accusare la FSIH di aver asseritamente investito «un importo equivalente al rendimento atteso dal progetto» (punto 161 della decisione di avvio della Commissione).
- (141) Il Belgio ammette tuttavia che, conformemente alla relazione Bain, la presa in considerazione del valore delle quote di emissione di CO<sub>2</sub> imponeva che la centrale entrasse presto in funzione e comunque nell'arco del 2009. Se il progetto avesse registrato ritardi, non avrebbe più potuto usufruire della possibilità di ricevere le quote di CO<sub>2</sub> disponibili.
- (142) Due anni dopo queste discussioni, nel giugno 2008, Dufenco Diversification è riuscita a vendere l'80 % del progetto Marcinelle Energie al produttore e distributore italiano di energia elettrica ENEL per [30-37] milioni di EUR. La vendita era corredata di un'opzione di vendita che consentiva a Dufenco Diversification di rivendere le sue quote restanti ([...]) a ENEL un anno dopo la messa in funzione della centrale per un importo di [...] milioni di EUR, maggiorato del rimborso delle eventuali perdite derivanti da un accordo di fornitura a costi di produzione («off-take right»).
- (143) La congiuntura del mercato dell'energia elettrica è bruscamente mutata a partire dal 2010 e la redditività delle centrali CCGT è drasticamente scesa, ma la centrale è stata comunque messa in funzione il 31 marzo 2012.
- (144) Di conseguenza, a inizio 2013 Dufenco Diversification (diventata Dufenco Belgium) ha esercitato il suo diritto di uscita per un importo di [...] milioni di EUR, maggiorato di [...] milioni di EUR per il rimborso delle perdite registrate sull'accordo di fornitura a prezzi di produzione, di [...] milioni di EUR a titolo della riduzione sul prezzo del gas e di [...] milioni di EUR per «rivalutazioni e interessi vari» (senza ulteriori precisazioni).
- (145) Alla fine il progetto Marcinelle Energie è stato ceduto per [70-78] milioni di EUR. Tuttavia, come precisano le autorità belghe, da questo importo occorre dedurre gli investimenti ([...] milioni di EUR) e le perdite (circa [...] milioni di EUR) registrati tra il 2006 e il 2013: si ottiene così un utile netto non attualizzato di circa [40-46] milioni di EUR.
- (146) Questi risultati, che sono inferiori alle prospettive previste nel 2006, vengono giustificati dalle autorità belghe con il mutamento totale del mercato del gas a partire dal 2010. Il Belgio aggiunge che anche il gruppo ENEL ha perso denaro in questo progetto.

#### 4.3.5. TOTALE DEI QUATTRO ELEMENTI

- (147) Stando ai quattro elementi succitati, la FSIH e il gruppo Dufenco hanno stabilito nel 2006 un valore di Dufenco Diversification compreso tra [...] e [...] milioni di EUR. Alla fine è stato considerato il valore di [...] milioni di EUR, di cui la metà conferita dalla FSIH.
- (148) Il Belgio fa osservare che quest'operazione in DSIH deve essere considerata un investimento pari passu con Dufenco Développement: dato che la FSIH e Dufenco Développement hanno conferito lo stesso importo, essi condividerebbero i medesimi interessi e sarebbero soggetti agli stessi rischi. Le autorità belghe rammentano a tale proposito che la società DSIH non apparteneva al gruppo Dufenco prima dell'investimento della FSIH, essendo stata costituita da terzi il 29 novembre 2006 (con la denominazione di «[...]») e poi ceduta alla FSIH e a Dufenco Développement come strumento ad hoc per i loro investimenti comuni nel dicembre 2006. Per tutti questi motivi l'intervento della FSIH sarebbe conforme al principio dell'investitore privato operante in economia di mercato.

(149) È opportuno ricordare che l'8 luglio 2011 DSIH ha venduto la sua partecipazione in Duferco Diversification a DLP per lo stesso importo, pari a [...] milioni di EUR. Questo importo non è stato tuttavia versato da DLP, tanto che Duferco Diversification registra ancora a bilancio un credito nei suoi confronti di [...] milioni di EUR.

#### 4.4. MISURE 4 E 5

(150) Per quanto riguarda il prestito a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco], le autorità belghe contestano ogni elemento di aiuto. Esse ricordano che il tasso di interesse variabile medio dei prestiti bancari contratti dalle varie controllate di [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] nel 2009 era pari al [1,1-1,55] %, ossia inferiore al tasso dei prestiti in esame.

(151) Il Belgio sostiene la validità di questo elemento di raffronto, in quanto i prestiti considerati per calcolarlo sarebbero paragonabili a quello concesso dalla FSIH, e contesta la posizione della Commissione che considerava questi prestiti irrilevanti per un'analisi comparativa.

(152) Secondo le autorità belghe, la Commissione non dovrebbe prendere in considerazione criteri quali la maturità, l'importo o la tipologia del prestito per stabilire se prestiti privati siano paragonabili a quelli della FSIH. Questo metodo contravverrebbe alle disposizioni della comunicazione della Commissione relativa alla revisione del metodo di fissazione dei tassi di riferimento e di attualizzazione (la «comunicazione sui tassi di riferimento del 2008») <sup>(12)</sup>, che precisa esplicitamente che «il margine è ampiamente indipendente dalla durata del prestito».

(153) Il Belgio spiega la mancata correlazione tra maturità, importo e tipologia, da un lato, e margine, dall'altro, con l'analisi dei prestiti concessi a Duferco da banche commerciali. I prestiti degli istituti bancari per importi più elevati presentano tassi di interesse che oscillano tra [0,9-1,35] e [1,7-2,2] % e che sarebbero spesso inferiori ai tassi dei prestiti su importi più bassi (fino al [2,25-2,75] % per un prestito di [...] milioni di EUR o addirittura [2,3-2,75] % per un prestito di [...] milioni di EUR). I tassi dei prestiti relativi al capitale circolante («working capital») oscillano tra [0,75-1,15] e [2,75-3,25] %, mentre quelli relativi alle spese di investimento («Capex») oscillano tra [1,5-2] e [2,75-3,25] %.

(154) Il Belgio è del parere che, per escludere ogni elemento di aiuto nella concessione di un prestito pubblico, nulla imponga di dimostrare l'esistenza di un prestito assolutamente identico concesso da una banca privata. Infatti né la giurisprudenza, né la normativa dell'Unione applicabile agli aiuti di Stato imporrebbe che, per escludere ogni elemento di aiuto, i prestiti pubblici debbano essere identici a prestiti privati in termini di maturità, importo e tipologia.

(155) Per quanto riguarda il rating di [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco], il Belgio deduce dai tassi praticati ai prestiti concessi a Duferco da istituti bancari che quest'ultimo avesse un rating AAA. In tal senso, il Belgio si basa sui tassi che la comunicazione sui tassi di riferimento del 2008 attribuiva alle imprese con rating A-AAA per garanzie elevate nel 2009: 2,37 % nel settembre 2009 e 2,05 % nel dicembre 2009.

(156) Le autorità belghe sostengono infine che le garanzie associate al prestito della FSIH siano estremamente elevate, secondo la comunicazione sui tassi di riferimento del 2008. Dalla grande solidità finanziaria di DPH si evincerebbe che il pegno sul 15 % delle azioni rappresenta un'ottima garanzia. Inoltre, il carattere quasi certo del credito di [...] milioni di EUR da destinare in via prioritaria al rimborso del prestito in caso di cambiamento di controllo di SIF conferirebbe grande solidità a questa garanzia.

(157) Per quanto riguarda i prestiti concessi al gruppo SIF, il confronto dimostrerebbe ancora una volta l'esistenza di una correlazione quanto mai limitata tra i criteri enunciati dalla Commissione (maturità, importo e tipologia) e il tasso di remunerazione dei suddetti prestiti.

(158) Dal confronto emerge inoltre che la remunerazione del prestito della FSIH è simile a quella dei prestiti concessi a SIF da istituti finanziari privati. Con un tasso d'interesse dell'1,99 %, la sua remunerazione sarebbe infatti leggermente superiore al tasso medio dei prestiti concessi al gruppo SIF, ossia [1,65-2,15] %.

(159) Considerando soltanto i prestiti a lungo termine contratti da SIF, si giungerebbe a una forbice ancora inferiore rispetto alla media del [1,65-2,15] %, ossia compresa tra [1-1,5] e [1,65-2,15] %.

<sup>(12)</sup> GUC 14 del 19.1.2008, pag. 2.

- (160) Le autorità belghe sono del parere che l'assenza di garanzie sul prestito concesso a SIF imponga di aggiungere a questa forbice un margine di [20-60] punti base. Questo sarebbe giustificato dal rating «ottimo» (ai sensi della comunicazione sui tassi di riferimento del 2008) che la società SIF potrebbe vantare. Questa maggiorazione conduce a una forbice compresa tra [1,5-2] e [...] % nella quale si colloca il prestito concesso dalla FSIH.
- (161) In assenza di rating pubblico, il Belgio giustifica la valutazione «ottimo» di SIF con il fatto che i tassi di interesse praticati dagli istituti finanziari privati corrisponderebbero (o sarebbero inferiori) ai tassi d'interesse che la comunicazione sui tassi di riferimento del 2008 attribuisce alle imprese finanziariamente solide (rating AAA-A).

#### 4.5. MISURA 6

- (162) Secondo il Belgio, l'investimento della FSIH in DLP sarebbe stato effettuato pari passu con quello di DII, dal momento che i) gli importi investiti dal partner privato e dal partner pubblico erano praticamente identici, ii) DLP non apparteneva al gruppo Duferco prima di questo investimento ma era stata costituita come strumento proprio per accogliere i corrispondenti investimenti della FSIH e di DII e iii) lo scopo degli investimenti non era di rilevare attività già appartenenti al gruppo Duferco (ma a SIF).
- (163) Secondo le autorità belghe non ha alcuna rilevanza il fatto che in un primo momento l'investimento della FSIH sia stato concesso sotto forma di prestito convertibile (e subito convertito). Infatti, il giorno stesso della concessione del prestito convertibile la FSIH e DII hanno sottoscritto un accordo tra azionisti con cui s'impegnavano a realizzare un aumento di capitale di DLP rispettivamente per 70 milioni di EUR e 101 milioni di EUR. Il prestito di 30 milioni di EUR dovrebbe quindi essere valutato come un elemento dell'aumento di capitale di 201 milioni di EUR, deciso pari passu dalla FSIH e da DII.
- (164) Per quanto riguarda l'acquisto delle azioni DLLPL, si ricorda alla Commissione che la regione Vallonia era, tramite la SOGEP, azionista di DLL dal 1999 e che in tal senso disponeva di una profonda conoscenza delle sue attività e della sua situazione finanziaria. Questo spiegherebbe perché, nell'ambito dell'investimento di DLP in DLLPL, le parti non abbiano ritenuto necessario presentare un piano economico-finanziario formalmente redatto: la FSIH conosceva perfettamente l'oggetto della sua acquisizione. Inoltre, sempre secondo il Belgio, al momento del suo investimento, la FSIH poteva essere certa della prudenza di questo piano economico-finanziario, visto che le previsioni erano assolutamente in linea con i valori reali già disponibili. Lo stesso ragionamento si applica a Duferco Trebos.
- (165) Per quanto riguarda l'acquisto delle scorte appartenenti a Duferco La Louvière Sales, il Belgio afferma che se è vero che gli investimenti della FSIH e di DII in DLP hanno permesso a quest'ultima di rilevare un'ingente scorta di prodotti per [50-70] milioni di EUR (contratto di vendita del 30 giugno 2011), è opportuno sottolineare che il venditore di questi prodotti non era affatto «un'altra società di Duferco». In realtà, Duferco La Louvière Sales era, ed è tuttora, una società controllata da SIF. In seguito a trattative, le scorte sarebbero state rilevate al valore contabile, anche se il loro valore reale era ben superiore.
- (166) Per quanto riguarda l'investimento di [30-40] milioni di EUR in DLLPL, sarebbero stati formulati piani economico-finanziari distinti per diversi progetti o scenari d'investimento. Alla fine le parti avrebbero optato per un investimento di [30-40] milioni di EUR in DLLPL, diventata Duferco Belgium. Quest'investimento sarebbe stato oggetto di un solo piano economico-finanziario, presentato alla Commissione dalle autorità belghe. Gli altri piani economico-finanziari ai quali il Belgio fa riferimento sarebbero diventati superflui, in quanto i progetti o gli scenari prospettati non sono più stati considerati dalle parti.

### 5. OSSERVAZIONI DELLE PARTI INTERESSATE

#### 5.1. OSSERVAZIONI COMUNI DI [...], DSIH E DLP E LORO SOCIETÀ COLLEGATE

- (167) A titolo preliminare, è opportuno precisare che [...], holding del gruppo Duferco, è subentrata a [...] e alle società [...] e [...], in precedenza società madri di DPH.

#### 5.1.1. MISURA 1

- (168) [...] sottolinea innanzitutto di concordare pienamente con le osservazioni del Belgio.

- (169) [...] torna poi sui motivi che hanno indotto la FSIH a investire in Duferco US. L'assunzione di partecipazione in Farrell sarebbe legata alla volontà della FSIH di controllare il sito per fare in modo che Duferco non abbandonasse l'impianto belga a favore di quello americano. La regione Vallonia avrebbe quindi voluto tutelarsi contro il rischio di vedere utilizzati a suo scapito interessi potenzialmente divergenti all'interno di Duferco. L'investimento della FSIH in Farrell era inoltre destinato ad agevolare l'aggregazione tra i siti di produzione belga e americano al fine di ottimizzare gli scambi d'informazione e le possibili sinergie tra loro.
- (170) [...] ritiene importante sottolineare che l'iniziativa del disinvestimento della FSIH apparteneva a Duferco. Nel febbraio 2006 Duferco aveva sottoscritto una lettera d'intenti con NLMK per cedere a quest'ultimo una partecipazione del 50 % in SIF. Tuttavia, una delle condizioni preliminari di quest'operazione era che tutte le azioni di Duferco US fossero detenute da SIF, il che implicava necessariamente di rilevare le azioni detenute dalla FSIH. Duferco avrebbe quindi prospettato alla FSIH l'idea di un'opzione d'acquisto per soddisfare le esigenze di NLMK e mantenere al contempo la flessibilità necessaria, considerando l'incertezza che regnava all'epoca sulla concretizzazione dell'operazione. L'offerta di acquisto di Duferco era interessante anche dal punto di vista del termine del ciclo dell'acciaio atteso per fine 2006, che rendeva l'investimento meno appetibile.
- (171) [...] conferma le osservazioni delle autorità belghe, che ritenevano che una procedura di gara preventiva tra eventuali candidati acquirenti fosse irrilevante considerando l'oggetto della cessione, ossia la vendita di una partecipazione di minoranza in una società privata avente per oggetto un sito di produzione non integrato. Benché la situazione non richiedesse una preventiva procedura di gara, secondo [...], la cessione è stata comunque effettuata a prezzi di mercato.
- (172) [...] ricorda che la valuta funzionale di Duferco US è il dollaro americano e che non è quindi pertinente, tranne per le esigenze interne della FSIH, che il prezzo di acquisto sia stato pagato in euro.
- (173) Per completare le stime della regione Vallonia, [...] ha incaricato KPMG di valutare la partecipazione del 49,9 % della FSIH in Duferco US al 14 giugno 2006, data della concessione dell'opzione di acquisto, utilizzando il metodo del valore equo.
- (174) KPMG ha ritenuto che la partecipazione della FSIH in Duferco US dovesse essere valutata come una partecipazione che non conferisce un controllo e che non è negoziabile. È stato tuttavia applicato un premio di controllo, perché l'accordo tra azionisti del 9 aprile 2003 attribuiva alla FSIH un potere significativo su Duferco US che andava oltre l'influenza di cui dispone un azionista di minoranza.
- (175) KPMG indica che la durata dei cicli industriali nel settore siderurgico varia solitamente da tre a sette anni. KPMG osserva che, nonostante il buon andamento dell'industria siderurgica nel 2006, gli indicatori evidenziavano chiaramente forti rischi legati alla debolezza dell'industria automobilistica nazionale e alla possibilità di una correzione di mercato nel settore dell'edilizia non residenziale.
- (176) Considerando essenzialmente cicli di tre e cinque anni e una valutazione con un multiplo dell'Ebitda derivante da società paragonabili, KPMG ha stimato il valore equo della partecipazione del 49,9 % in Duferco US al 14 giugno 2006 in [...] milioni di USD.
- (177) [...] esprime poi il suo parere sul fatto di considerare o meno il valore del patrimonio netto per effettuare la valutazione di Duferco US. Essa conferma che una valutazione basata sul patrimonio netto, come previsto dalla Commissione nella decisione di avvio, non è il metodo più adatto e osserva che, anche qualora si considerasse il patrimonio netto, si concluderebbe che l'operazione è stata effettuata a prezzi di mercato. Per dimostrarlo, essa attira l'attenzione della Commissione su un'operazione a suo giudizio simile: la cessione a NLMK di una partecipazione del 50 % in SIF (corredata di un'opzione di acquisto incondizionata di almeno un'azione di SIF). Il prezzo considerato per quest'operazione del 2006 corrisponderebbe a un multiplo del patrimonio netto della società, praticamente identico al multiplo del patrimonio netto rappresentato dalla cessione della partecipazione detenuta dalla FSIH in Duferco US (in entrambi i casi un multiplo vicino a 2). Dal momento che nulla indica che l'operazione relativa a SIF non sia stata effettuata a condizioni di mercato, da questo confronto emergerebbe che anche il fatto di considerare il patrimonio netto confermerebbe che l'operazione è stata effettuata a prezzi di mercato.
- (178) Per quanto riguarda la durata dell'opzione d'acquisto, [...] ritiene che essa rientri nell'ambito della negoziazione concomitante di un'eventuale cessione da Duferco a NLMK del 50 % del capitale di SIF. NLMK era tenuta a stilare

una prima bozza dell'accordo di cessione di azioni e dell'accordo tra azionisti entro dieci giorni dalla sottoscrizione della lettera d'intenti. La stessa lettera d'intenti era valida solo fino al 1° ottobre 2006. L'intento di Duferco sarebbe quindi stato di esercitare o meno l'opzione di acquisto nel corso delle settimane o dei mesi successivi alla concessione dell'opzione da parte della FSIH. Questo significa che le parti hanno stabilito senza un reale motivo che l'opzione sarebbe stata valida fino al 31 dicembre 2015.

- (179) KPMG ha valutato il valore equo dell'opzione di acquisto concessa a Duferco nel giugno 2006. KPMG concorda con Duferco sulla necessità di prendere in considerazione la durata dell'opzione («expected term», ovvero quattro mesi), dal momento che l'opzione non era né cedibile né trasferibile, e questo riduceva notevolmente il suo valore. KPMG ritiene che il valore equo dell'opzione di acquisto sia di [...] milioni di USD.
- (180) In base alla durata contrattuale, il valore equo ammonterebbe a [...] milioni di USD. Se questo importo venisse preso in considerazione, aggiunto al valore equo della partecipazione della FSIH in Duferco US, il prezzo di cessione ammonterebbe a [...] milioni di USD, cifra nettamente inferiore al prezzo pagato da [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco].

#### 5.1.2. MISURA 2

- (181) Secondo [...], l'investimento della FSIH in DPH risponderrebbe a una duplice finalità: da un lato, la sua partecipazione al capitale, la rappresentanza nel consiglio di amministrazione e l'accesso a informazioni e documenti strategici e, dall'altro, il rendimento finanziario interessante e sicuro (dividendo privilegiato).
- (182) Il principale motivo del disinvestimento della FSIH da DPH sarebbe stata la cessione dei siti di produzione belgi a NLMK. Duferco avrebbe perso il suo ruolo di partner strategico della regione Vallonia in Belgio e i siti produttivi di Clabecq e la Louvière non sarebbero più stati direttamente interessati dalle decisioni della divisione Trading di Duferco.
- (183) [...] afferma che DPH è una società la cui valuta funzionale è il dollaro americano e che il rendimento di qualsiasi investimento in questa società deve essere valutato in dollari americani. L'investimento della FSIH in DPH avrebbe quindi generato un rendimento dell'8,81 % annuo.
- (184) [...] ha affidato a KPMG il compito di analizzare la valutazione condotta da Ernst & Young nel marzo 2006. Per quanto riguarda i metodi di valutazione, KPMG osserva che Ernst & Young non precisa quale tipo di valore sia stato considerato per effettuare la valutazione (valore di mercato, valore d'investimento o valore equo). Innanzitutto, Ernst & Young ha applicato il metodo di mercato delle società paragonabili. KPMG non esprime una preferenza per il metodo delle società paragonabili rispetto a quello delle operazioni comparabili. KPMG non si baserebbe sul valore dell'attivo netto, perché questo metodo ignora i profitti futuri e i rischi operativi.
- (185) In base all'analisi della ciclicità dell'industria siderurgica, KPMG ritiene che sia necessario, ai fini della valutazione di DPH, considerare periodi tra quattro e sei anni con la stessa ponderazione per ciascun anno. KPMG concorda con l'analisi delle parti, che tengono conto degli anni 2001 e 2002 nella valutazione di DPH per riflettere adeguatamente la ciclicità dell'industria siderurgica e applicare una ponderazione identica per ogni anno.
- (186) KPMG conferma la rilevanza e l'entità degli adeguamenti effettuati da Ernst & Young per valutare DPH alla luce degli eventi non ricorrenti. KPMG ha inoltre introdotto alcuni aggiustamenti agli anni 2001 e 2002 che non erano stati presi in considerazione da Ernst & Young.
- (187) KPMG ha esaminato l'elenco delle società paragonabili selezionate da Ernst & Young, ma non è riuscita a reperire nella banca dati utilizzata da Ernst & Young (Bloomberg) alcuni multipli utilizzati nella relazione Ernst & Young del 2006. KPMG ha inoltre ritenuto opportuno escludere alcune società dall'elenco delle società paragonabili fornito da Ernst & Young. KPMG ha stilato un proprio elenco di società paragonabili da cui emergono rapporti «price/earnings» mediani per gli anni 2003-2006 inferiori a quelli considerati da Ernst & Young.
- (188) KPMG non è riuscita ad analizzare un numero sufficiente di società quotate in borsa operanti esclusivamente nel commercio dell'acciaio. Sebbene non sia possibile effettuare una valutazione distinta della divisione Trading, KPMG conferma che sarebbe stato opportuno valutare separatamente le attività del commercio da quelle della produzione. Considerando che le attività del commercio presentano un rischio più elevato e risultati più volatili, esse offrirebbero agli investitori un rendimento maggiore e, di conseguenza, una minore valutazione delle attività. Questo significa che per l'attività di commercio occorrerebbe considerare un multiplo più basso. [...] ritiene opportuno fare riferimento alla cessione del settembre 2003 del 50 % di [...], il cui prezzo pattuito era vicino al valore del patrimonio netto.

- (189) Per quanto riguarda le voci fuori bilancio, KPMG conferma che l'importo del patrimonio netto di una società deve essere adattato per tenere conto delle eventuali passività fuori bilancio non ricorrenti. Contrariamente a Ernst & Young, KPMG ritiene che questi elementi siano gli unici a poter essere dedotti dal valore stimato del patrimonio netto della società, indipendentemente dal metodo di valutazione applicato.
- (190) Per due delle voci fuori bilancio, KPMG ha ritenuto opportuno ritornare sull'importo dell'adeguamento applicato da Ernst & Young. Si tratta di «garanzie francesi e belghe» che Ernst & Young ha stimato a [...] milioni di USD nel 2006, mentre secondo KPMG ammontavano a [...] milioni di USD. Le garanzie in questione sono state adattate in base al loro livello di rischio. Ne consegue un ammontare totale di [...] milioni di USD contro un importo di [...] milioni di USD indicato da Ernst & Young.
- (191) KPMG conferma la rilevanza e l'entità della detrazione di illiquidità (30 %) applicata da Ernst & Young. Una riduzione del 12 % nell'ambito della valutazione basata su operazioni paragonabili sarebbe stata altrettanto pertinente.
- (192) KPMG ha ritenuto opportuno applicare un premio di controllo del 5 % in caso di valutazione a partire da società paragonabili; questo metodo genera infatti una valutazione corrispondente a una partecipazione di minoranza, mentre la partecipazione della FSIH garantiva un'influenza significativa su DPH. KPMG ritiene che, nel caso di una valutazione a partire da operazioni paragonabili, sia necessario applicare una detrazione del 20 %, poiché questo metodo conduce a una valutazione con una partecipazione di controllo.
- (193) Per quanto riguarda il rendimento dell'azione privilegiata, KPMG osserva che Ernst & Young ha commesso un errore nella valutazione dei dividendi privilegiati per il periodo 2006-2012 basando il suo calcolo su dividendi annuali di 4 milioni di USD, quando in realtà erano 4 milioni di EUR. KPMG ritiene inoltre che la riduzione applicata da Ernst & Young per il rischio di mancato pagamento (6,2 %) sia compreso nella forbice accettabile riconosciuta, ossia tra l'1,8 e il 16,4 %. Anche la riduzione del 14 % applicata dalle parti è considerata accettabile, perché compresa nella forbice di valori.
- (194) Da questi aggiustamenti risulta una valutazione della partecipazione in DPH compresa tra [...] e [...] milioni di USD, ossia un valore mediano di [...] milioni di EUR, in linea con il prezzo di cessione di [...] milioni di EUR del giugno 2006. Alla luce di quanto precede, [...] esclude categoricamente ogni aiuto di Stato a favore di [la società che all'epoca controllava DPH].

### 5.1.3. MISURA 3

- (195) DSIH conferma le argomentazioni del Belgio per difendere la natura pari passu dell'investimento della FSIH. Secondo DSIH, le condizioni dell'operazione erano identiche per Dufenco Développement e per la FSIH: i due azionisti hanno accettato insieme di assumersi un rischio nuovo investendo in DSIH per concretizzare i progetti di diversificazione di Dufenco Diversification. I due azionisti godono di una suddivisione proporzionale, in base alla loro partecipazione al capitale, degli eventuali dividendi e delle conseguenze finanziarie dei progetti sviluppati dalle loro controllate comuni. Secondo DSIH, l'intervento privato di Dufenco Développement avrebbe un'importanza economica reale, oltre al fatto che l'importo dell'investimento è identico a quello della FSIH.
- (196) DSIH afferma che essa non apparteneva a Dufenco Développement prima degli investimenti concomitanti: DSIH è stata infatti costituita da terzi poco prima degli investimenti in questione (29 novembre 2006) e poi acquisita dai due partner per permettere i loro investimenti. Sempre secondo DSIH, prima dell'investimento della FSIH, nemmeno i progetti rilevati da DSIH appartenevano al gruppo Dufenco, benché fossero accolti nella società SIF in stato embrionale.
- (197) Per quanto riguarda il progetto [...], DSIH precisa che la regione Vallonia era perfettamente a conoscenza, tramite la SOGEPA, della situazione del sito [...], avendo contribuito, insieme al gruppo Dufenco, a rilevare [...] allora in fallimento. La regione Vallonia era quindi azionista di [...], di cui occupava diversi posti nel consiglio di amministrazione. La regione Vallonia avrebbe inoltre partecipato al progetto [...] sin dal principio, accedendo a tutte le informazioni disponibili nell'ambito del varo del progetto in questione, in particolare le stesse informazioni che erano a disposizione degli investitori privati.
- (198) DSIH si basa su una valutazione ex post del progetto che dimostrava la fondatezza della valutazione del progetto inizialmente effettuata e che lasciava presagire una redditività più che interessante.

- (199) Per quanto concerne il progetto Marcinelle, DSIH afferma che la redditività inferiore a quella prevista non è imputabile agli importi troppo elevati degli investimenti dei partner, ma a fattori indipendenti dalla volontà delle parti. Innanzitutto, nel gennaio 2008 la Commissione ha annunciato una proposta di cancellazione dell'assegnazione gratuita delle quote di emissione di CO<sub>2</sub> che ha notevolmente influenzato la valutazione del progetto prima della chiusura delle trattative con ENEL. In secondo luogo, il mercato dell'energia elettrica ha registrato nel 2010 un totale e imprevedibile mutamento congiunturale, con un andamento sfavorevole dei prezzi dell'energia elettrica, del gas e delle emissioni di CO<sub>2</sub>.
- (200) Duferco Diversification si sarebbe adeguatamente tutelata vendendo Marcinelle Energie poco prima di questa crisi. L'impresa avrebbe ceduto l'80 % di Marcinelle Energie a un prezzo ragionevole e avrebbe messo al riparo il [...] restante con un'opzione di vendita negoziata con ENEL.

#### 5.1.4. MISURE 4 E 5

- (201) [...] osserva che ai fini dell'applicazione del criterio dell'investitore privato operante in economia di mercato debbono essere esaminati vari elementi, in particolare il tasso di interesse applicabile e le garanzie necessarie sul prestito.
- (202) Per quanto riguarda le garanzie, [...] rammenta che Duferco presentava una situazione finanziaria molto solida, come dimostrerebbero le condizioni dei prestiti concessi da istituti bancari al gruppo Duferco, con tassi paragonabili a quelli offerti a imprese con rating AAA secondo i tassi di riferimento della Commissione. Inoltre, [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] era tenuta a destinare i fondi provenienti dalla futura vendita a NLMK della partecipazione di DII in SIF innanzitutto al rimborso anticipato del prestito della FSIH. L'esistenza di un credito futuro, ma quasi certo, di [...] milioni di USD nei confronti di NLMK rappresenterebbe una garanzia liquida e facilmente esigibile e sarebbe assimilabile a un anticipo su un credito futuro. La FSIH beneficiava inoltre di un pegno sul 15 % delle azioni di DPH, società finanziariamente molto solida (nessuna perdita registrata fino al 2009), per un valore di circa [...] milioni di USD. Infine, il tasso di riferimento Euribor a 12 mesi garantiva condizioni stabili per un anno e costituiva una caratteristica allettante in un momento di crisi e di riduzione dei tassi. Considerate tutte queste garanzie, il rischio per la FSIH era quindi minimo.
- (203) I tassi applicati dalle banche private al gruppo Duferco oscillavano tra [0,65-1,15] e [2,75-3,25] % con una media del [1,1-1,55] %, ossia pienamente in linea con i tassi della FSIH. [...] ritiene che non si possano escludere dal confronto i prestiti che non presentano esattamente la stessa maturità, lo stesso importo, la stessa tipologia o che hanno un tasso di base diverso. Solo le garanzie e il tasso di interesse applicato dovrebbero essere presi in considerazione.
- (204) Gli importi dei prestiti menzionati dalle autorità belghe sarebbero in generale meno elevati di quello della FSIH: il Belgio avrebbe infatti presentato solo i prestiti contratti in euro, che costituivano solo una piccola parte dell'ammontare totale. [...] si è interessata ai prestiti multivaluta che riguardano importi sostanzialmente più elevati. Questi dati dimostrerebbero che Duferco aveva accesso a linee di credito di importo molto elevato e che in alcuni casi si tratterebbe di prestiti a lungo termine (dieci anni). I tassi di questi prestiti oscillano tra [0,5-1] e [2,2-2,65] % con una media ponderata del [1,6-2,05] %.
- (205) Alla luce delle ottime garanzie di cui godeva la FSIH, i tassi di interesse applicabili sarebbero quindi, secondo [...], perfettamente conformi ai tassi di mercato.

#### 5.1.5. MISURA 6

- (206) Secondo DLP, le parti avevano deciso fin dal principio che il prestito di 30 milioni di EUR sarebbe stato convertito in tempi brevi, come è effettivamente accaduto nel settembre 2011. L'intento iniziale dalla FSIH era di procedere a un investimento in capitale di 100 milioni di EUR. DLP ritiene che il prestito convertibile debba essere analizzato insieme all'iniezione di capitale ed essere trattato come tale.
- (207) DLP afferma che gli interventi di DII e della FSIH sono concomitanti: DII ha infatti partecipato a un aumento di capitale di DLP il 7 luglio 2011, ovvero qualche giorno prima dell'aumento di capitale effettuato dalla FSIH e dopo la concessione del prestito convertibile. Essa dichiara inoltre che le condizioni dell'operazione sono identiche, avendo i due partner investito importi quasi equivalenti. Gli investimenti sarebbero pertanto stati realizzati nelle medesime condizioni: la FSIH e DII si assumono infatti gli stessi rischi e godono di una suddivisione proporzionale dei dividendi e dell'aumento del valore della loro controllata.

- (208) DLP afferma che la società non apparteneva al gruppo Duferco al momento dell'investimento della FSIH, ma che era una società di nuova costituzione creata appositamente per accogliere gli investimenti congiunti dei due partner. Il fatto che questi investimenti siano in parte serviti ad acquistare attività di SIF sarebbe irrilevante, dal momento che il prezzo di cessione era basato su relazioni di esperti. Di conseguenza, DLP conclude che l'investimento realizzato dalla FSIH in DLP è stato effettuato pari passu con quello di DII.
- (209) DLP ricorda inoltre che la SOGEPa era azionista di DLL dal 1999 e che essa aveva quindi una profonda conoscenza delle attività e della situazione finanziaria della società relativamente alla filiera dei prodotti lunghi. La regione Vallonia aveva pertanto, attraverso la SOGEPa, conoscenze certe sulle condizioni di mercato, i siti operativi e il loro ambiente. DLL sottolinea inoltre l'esistenza di un solo piano economico-finanziario per ciascuna delle società Duferco Trebos e DLLPL. La FSIH disponeva di un livello di informazione identico a quello che avrebbe richiesto un investitore privato in una situazione analoga e sarebbe pertanto stata in grado di prendere decisioni con assoluta cognizione di causa.
- (210) Secondo DLP, i risultati finanziari evidenziano che l'Ebitda realizzato dopo tre mesi era in linea con quello previsto dal piano economico-finanziario per sei mesi. Al momento del suo investimento, la FSIH poteva pertanto essere certa della prudenza del piano economico-finanziario.

## 5.2. OSSERVAZIONI DI SIF

- (211) La Commissione precisa che le osservazioni di SIF riguardano soltanto la misura di cui questa società è beneficiaria, ossia la misura 5.
- (212) SIF ritiene che la sua situazione finanziaria fosse solida al momento della concessione del prestito e che le garanzie nell'ambito del contratto di prestito fossero ampiamente sufficienti per rimborsare l'intero prestito della FSIH. Inoltre, sempre secondo SIF, la redditività dell'operazione di prestito non sollevava dubbi per la FSIH, considerata la politica di investimento e di sviluppo condotta da SIF. Il piano economico-finanziario di SIF relativo ai siti belgi, in particolare per gli anni 2007-2010, prevedeva importanti progetti di investimento che lasciavano intravedere notevoli prospettive di sviluppo per il gruppo in Belgio.
- (213) SIF ritiene inoltre che la sua appartenenza a due importanti operatori del settore siderurgico sia stata adeguatamente considerata nell'analisi del rischio legata all'operazione di prestito della FSIH. NLMK ha concesso alla FSIH una garanzia in caso di cambiamento di controllo. Concedendo a SIF un prestito di 75 milioni di EUR a un tasso del 2,05 % (margine di 75 punti base), mentre il tasso della Banca nazionale del Belgio per i nuovi prestiti era dell'1,63 %, la FSIH non avrebbe corso rischi smisurati rispetto a un operatore privato.
- (214) SIF rammenta che l'applicazione del principio dell'investitore privato operante in economia di mercato non impone in alcun modo un confronto con prestiti totalmente identici a quello concesso dalla FSIH. SIF indica inoltre che, secondo la Commissione, occorre tenere conto del tipo di operatore interessato, della natura dell'operazione e dei mercati interessati. Alla luce di questa precisazione, due prestiti privati concessi a Duferco Clabecq, controllata da SIF, devono essere presi in considerazione ai fini del confronto con il prestito concesso dalla FSIH. L'analisi di questi prestiti dimostrerebbe che, durante il periodo in cui la FSIH ha concesso il prestito, SIF era in grado di ottenere finanziamenti da istituti finanziari privati e che le condizioni accordate dalla FSIH non erano sostanzialmente diverse da quelle di mercato. I tassi di interesse applicati dagli istituti di credito per questi due prestiti — [1-1,5] % (prestito Sumitomo) e [1,2-1,7] % (prestito Rabobank) — sarebbero inferiori a quello della FSIH (2,05 %). Ne consegue che il rischio soggettivo inerente al prestito concesso dalla FSIH sarebbe espresso dal tasso di interesse applicato, il tasso Euribor a 12 mesi, elemento che consolida la sicurezza del prestito per il debitore perché garantisce condizioni stabili per un anno.
- (215) SIF ritiene inoltre che l'assenza di garanzie non possa in alcun caso rappresentare un vantaggio. Se non sono state richieste garanzie è perché la sua solidità finanziaria, la sua appartenenza ai gruppi NLMK e Duferco e [...] avrebbe assicurato la FSIH quanto alla capacità di SIF di rimborsare il prestito.
- (216) Inoltre, secondo SIF, un margine di 75 punti è conforme alla prassi bancaria dell'epoca. Il prestito Sumitomo mostrerebbe che, a fronte di garanzie normali, il margine era di [10-50] punti, ossia inferiore a quello indicato nella comunicazione sui tassi di riferimento del 2008 per un rating buono (100 punti) o addirittura ottimo (75 punti). Parimenti, nel caso del prestito Rabobank, il margine a fronte di garanzie normali sarebbe di [45-85] punti. Pertanto, se si ritiene che il rating della società SIF fosse buono, un margine di 75 punti (inferiore a 100 punti) per un prestito a dieci anni sarebbe in linea con la prassi delle banche che all'epoca hanno notevolmente ridotto i loro margini.

- (217) Di conseguenza, la società SIF conclude che il prestito concesso dalla FSIH corrisponde a condizioni di mercato e che esso non le conferisce alcun vantaggio.
- (218) SIF precisa tuttavia che, se il prestito dovesse essere considerato un aiuto, tale aiuto potrebbe essere compatibile con il mercato interno in applicazione della comunicazione della Commissione relativa al quadro di riferimento temporaneo comunitario per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi finanziaria ed economica (la «comunicazione del 2009») <sup>(13)</sup>. Per valutare la compatibilità dei tassi d'interesse agevolati rispetto alle norme in materia di aiuti di Stato, la comunicazione del 2009 introduce un tasso ridotto specifico per i periodi di crisi. SIF indica che tutte le condizioni previste dalla comunicazione del 2009 sono soddisfatte: nella fattispecie, il contratto è stato sottoscritto il 29 settembre 2009 e SIF non era in difficoltà il 1° luglio 2008. Pertanto, se il prestito dovesse essere considerato un aiuto, la compatibilità del tasso d'interesse del prestito concesso dalla FSIH a SIF dovrebbe essere valutata tenendo conto del tasso ridotto.

## 6. COMMENTI DEL BELGIO SULLE OSSERVAZIONI DELLE PARTI INTERESSATE

### 6.1. COMMENTI DEL BELGIO SULLE OSSERVAZIONI DI [...]

- (219) Le osservazioni di [...] non richiedono particolari commenti da parte del Belgio. Esse confermano che le decisioni sono state adottate secondo una logica industriale corrispondente a condizioni di mercato.

### 6.2. COMMENTI DEL BELGIO SULLE OSSERVAZIONI DI SIF

- (220) Le osservazioni di SIF non richiedono particolari commenti da parte del Belgio. Le autorità belghe dichiarano di rimanere a disposizione della Commissione nel caso in cui il prestito concesso a SIF fosse considerato un elemento di aiuto, al fine di procedere al controllo della compatibilità.

## 7. VALUTAZIONE DELLE MISURE

### 7.1. VALUTAZIONE DELLA PRESENZA DI AIUTO DI STATO AI SENSI DELL'ARTICOLO 107, PARAGRAFO 1, DEL TFUE

- (221) L'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE stabilisce che sono incompatibili con il mercato interno «nella misura in cui incidano sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza». Questa disposizione stabilisce le condizioni in cui una misura di uno Stato membro può essere considerata aiuto di Stato.
- (222) In primo luogo, le misure in esame devono avere un'origine statale, ovvero impegnare risorse statali ed essere imputabili allo Stato. In secondo luogo, la Commissione deve verificare se le risorse statali conferiscono un vantaggio. In terzo luogo, le misure devono essere selettive (ovvero destinate a un'impresa, un settore economico o un'area geografica) in opposizione alle misure di portata generale. In quarto luogo, le misure devono essere tali da falsare la concorrenza e incidere sugli scambi tra Stati membri.
- (223) La Commissione esaminerà innanzitutto, per le sei misure in questione, i criteri dell'origine statale, della selettività e dell'incidenza sulla concorrenza e sugli scambi all'interno dell'UE. Per ciascuna di queste misure la Commissione analizzerà successivamente il criterio del vantaggio economico.
- (224) La Commissione osserva che il Belgio non ha contestato l'origine statale dei finanziamenti, la loro selettività, né la loro incidenza sulla concorrenza e sugli scambi intra-UE. Per questi criteri la Commissione si limiterà pertanto a confermare l'analisi condotta nella decisione di avvio. Le autorità belghe contestano soltanto la condizione relativa all'esistenza di un vantaggio economico.

#### 7.1.1. I CRITERI DELL'ORIGINE STATALE E DELL'IMPUTABILITÀ

- (225) La Commissione ricorda che «determinati vantaggi, per poter essere qualificati come aiuti ai sensi dell'articolo 87, n. 1, CE, debbono, da un lato, essere concessi direttamente o indirettamente mediante risorse statali [...] e, dall'altro, essere imputabili allo Stato [...]» <sup>(14)</sup>.

<sup>(13)</sup> GU C 83 del 7.4.2009, pag. 1.

<sup>(14)</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 16 maggio 2002, Francia/Commissione, C-482/99, ECLI:EU:C:2002:294, punto 24.

- (226) L'entità all'origine delle misure in esame è la holding finanziaria FSIH. La FSIH, il cui scopo sociale consiste nell'intervenire in società siderurgiche aventi sede all'estero, è una controllata detenuta al 100 % dalla SOGEPA, essa stessa interamente posseduta dalla regione Vallonia. I fondi a disposizione della FSIH sono quindi sotto il controllo della regione Vallonia e costituiscono pertanto risorse statali.
- (227) La descrizione della SOGEPA e della FSIH dimostra che il ruolo delle autorità pubbliche è decisivo negli interventi della SOGEPA e della FSIH. La SOGEPA interviene su richiesta del governo vallone. All'articolo 3, paragrafo 1, del suo statuto si legge che «[l]a società ha per oggetto l'esecuzione di tutti gli incarichi che le vengono affidati dal governo vallone [...]. In tale contesto, essa garantisce in particolare l'attuazione delle decisioni adottate dal governo vallone in materia di intervento nelle società commerciali, così come la gestione di partecipazioni, obblighi, anticipi o interessi che la regione Vallonia o la stessa dovessero detenere nelle suddette società». In ambito siderurgico, qualsiasi decisione della SOGEPA che vada oltre la semplice gestione del portafoglio deve inoltre ottenere l'approvazione del ministero dell'Economia e del bilancio della regione Vallonia. In tal senso, gli articoli pubblicati nel quotidiano belga *Le Soir* del 21 novembre 2011 riportano le reazioni dei ministri dell'Economia della Vallonia all'epoca dei fatti. Queste persone si assumono chiaramente la responsabilità del governo vallone quanto agli interventi della FSIH.
- (228) In conclusione, la Commissione ritiene che le misure in esame soddisfino il criterio dell'origine statale e che siano imputabili alla regione Vallonia.

#### 7.1.2. IL CRITERIO DELLA SELETTIVITÀ

- (229) Le misure in esame riguardano soltanto le società e le controllate del gruppo Duferco e sono pertanto selettive.

#### 7.1.3. I CRITERI DELL'INCIDENZA SULLA CONCORRENZA E SUGLI SCAMBI TRA STATI MEMBRI

- (230) Duferco è un gruppo che opera nel mercato siderurgico. Gli interventi della FSIH hanno consentito al gruppo Duferco di mantenere una posizione competitiva più forte di quella che avrebbe avuto in assenza di tali interventi. Tra l'altro, il mercato siderurgico annovera numerosi altri operatori all'interno dell'Unione e i prodotti siderurgici sono oggetto di scambi tra diversi Stati membri. Il vantaggio concesso dagli interventi della FSIH su un mercato aperto alla concorrenza ha avuto l'effetto di compromettere questi scambi. Infatti, «allorché un aiuto finanziario concesso dallo Stato rafforza la posizione di un'impresa nei confronti di altre imprese concorrenti negli scambi intracomunitari, questi sono da considerarsi influenzati dall'aiuto» <sup>(15)</sup>.
- (231) Pertanto, conformemente alla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea <sup>(16)</sup>, le misure sono tali da incidere sulla concorrenza e sugli scambi tra Stati membri.

#### 7.1.4. IL CRITERIO DEL VANTAGGIO ECONOMICO

- (232) Le operazioni economiche e finanziarie effettuate da enti pubblici non conferiscono un vantaggio al loro destinatario e non costituiscono pertanto aiuti di Stato quando sono realizzate in condizioni normali di mercato <sup>(17)</sup>. In altri termini, occorre valutare se in circostanze simili un investitore privato operante in normali condizioni di mercato avrebbe realizzato lo stesso intervento. In caso contrario, l'impresa beneficiaria ha ricevuto un vantaggio economico che non avrebbe ottenuto in normali condizioni di mercato, il che la pone in una situazione più favorevole rispetto a quella dei suoi concorrenti <sup>(18)</sup>.
- (233) La Commissione esaminerà di seguito le sei misure concesse al gruppo Duferco alla luce di questo criterio.

##### 7.1.4.1. **Misura 1**

##### **i) Giustificazioni relative al disinvestimento della FSIH**

- (234) La Commissione ritiene che l'analisi dei motivi di disinvestimento della FSIH, benché insufficiente a dimostrare l'irrazionalità dell'investimento, apporti comunque informazioni preziose sulla misura in esame.

<sup>(15)</sup> Sentenza del Tribunale del 4 aprile 2001, Regione Friuli Venezia Giulia/Commissione, T-288/97, ECLI:EU:T:2001:115, punto 41.

<sup>(16)</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 17 settembre 1980, Philip Morris Holland BV/Commissione, 730/79, ECLI:EU:C:1980:209, punti 11 e 12.

<sup>(17)</sup> Sentenza della Corte di giustizia dell'11 luglio 1996, SFEI et al/La Poste, C-39/94, ECLI:EU:C:1996:285, punto 60.

<sup>(18)</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 5 giugno 2012, Commissione/EDF, C-124/10P, ECLI:EU:C:2012:318, punto 90.

- (235) Il Belgio giustifica il disinvestimento della FSIH in Duferco US con i seguenti motivi: i) la sensazione della FSIH su un prossimo mutamento congiunturale nel mercato dell'acciaio; ii) la sottoscrizione dell'accordo di fornitura di bramme con [...] che, pur stabilizzando i risultati, rischiava di limitare i potenziali guadagni di Duferco US; iii) l'esistenza di abbondanti liquidità all'interno del gruppo Duferco, che creava le condizioni perché la FSIH cedesse le sue quote in Duferco US; iv) le trattative in corso per la cessione del 50 % di SIF a NLMK, che prevedevano l'inserimento di Duferco US nel partenariato con quest'ultimo.
- (236) Per quanto riguarda il primo motivo, la Commissione osserva la minore importanza ad esso attribuita dalle autorità belghe nella risposta dell'8 aprile 2015. La Commissione aveva infatti chiesto al Belgio di presentare qualsiasi studio antecedente alla misura che riguardasse le prospettive del mercato dell'acciaio per i cinque anni successivi. Il Belgio aveva presentato una panoramica dello stato dell'economia americana estratta da The National Economic Review sui primi due trimestri del 2006 e un esame del settore dell'acciaio del 10 aprile 2006 condotto dal Crédit suisse. I primi due studi sono un quadro generale della crescita americana nei primi due trimestri, che anticipano una decelerazione della crescita del PIL dovuta al rallentamento del settore dell'edilizia abitativa, senza però prevedere una recessione a breve termine. Il secondo studio, che riguarda direttamente il mercato dell'acciaio, resta prudente sull'andamento di questo mercato negli Stati Uniti:
- «1. Le scorte dell'acciaio negli Stati Uniti restano basse e questo continuerà a sostenere la domanda. [...] Stando così le cose, abbiamo davanti ancora (per lo meno) diversi mesi prima di preoccuparci di un eccesso dell'offerta sul mercato americano. [...]
4. Sono le importazioni (o la produzione) a determinare le scorte e questo rapporto ci sembra fondamentale per il seguente motivo: benché il mercato americano resti solido, riteniamo che i rischi di pressione sull'offerta (importazioni e maggiore produzione) possano condurre alla costituzione di scorte nel corso del 2006 e quindi a un allentamento del mercato americano a fine 2006, man mano che l'offerta supera la domanda».
- (237) Alla lettura di questi studi, la Commissione osserva che il Belgio ha avuto ragione di relativizzare l'importanza della percezione del mercato dell'acciaio nella decisione di disinvestimento della FSIH. Le prospettive economiche disponibili all'epoca del disinvestimento della FSIH sembrano infatti insufficienti per presentare il disinvestimento come una reale opportunità.
- (238) Per quanto riguarda il secondo motivo, la Commissione osserva che la sottoscrizione dei contratti di fornitura ha portato a un significativo miglioramento dei risultati di Farrell sin dal 2006: le vendite nette sono quasi raddoppiate, il risultato operativo è passato da una perdita di [...] milioni di USD a un risultato positivo di [...] milioni di USD e il risultato netto è passato da una perdita di [...] milioni di USD a un risultato positivo di [...] milioni di USD. Dal momento che l'esercizio 2006 si chiudeva il 30 settembre, nel giugno 2006 la FSIH non poteva ignorare l'esistenza di questo miglioramento.
- (239) Dato che la FSIH non è un fondo speculativo, la Commissione non è convinta che un aumento e una stabilizzazione dei redditi su livelli adeguati e prevedibili fossero dei validi motivi di disinvestimento.
- (240) La Commissione non solleva obiezioni sul terzo motivo ma ritiene che esso debba essere relativizzato rispetto al vero motivo di disinvestimento della FSIH: l'aggregazione tra Duferco e NLMK.
- (241) Appare infatti che il disinvestimento fosse un'iniziativa di Duferco. Come [...] ha indicato nelle sue osservazioni alla Commissione <sup>(19)</sup>, la cessione delle quote della FSIH in Duferco US era una condizione sine qua non dell'ingresso di NLMK nel capitale di SIF.

«NLMK aveva tuttavia posto come condizione preliminare della realizzazione dell'intera operazione che tutte le azioni di Duferco US fossero controllate da SIF, il che implicava di rilevare le azioni detenute dalla FSIH».

Alla luce di quanto precede, la FSIH era indubbiamente in posizione di forza per negoziare la cessione delle sue quote a Duferco. In tale contesto, il fatto che la FSIH non abbia cercato di recuperare più del suo investimento iniziale di 95 milioni di EUR lascia immaginare che la FSIH non abbia agito da investitore prudente.

- (242) Nelle sue osservazioni, il Belgio ha replicato a questa supposizione affermando la necessità di analizzare l'investimento della FSIH nella valuta funzionale di Duferco US (il dollaro) e non in quella della FSIH (l'euro). In dollari, il prezzo di vendita ottenuto dalla FSIH ([...] milioni di USD) le avrebbe garantito un rendimento congruo del 6,81 % annuo. La Commissione non condivide questa posizione per due motivi: in primo luogo, essa ritiene che

<sup>(19)</sup> Osservazioni di [...] del 23 giugno 2014, punto 24.

l'unica valuta che abbia senso per la FSIH, in quanto gestore di un fondo espresso in euro, sia l'euro. In secondo luogo e in via principale, la Commissione precisa che questo dibattito non ha alcuna incidenza sulla sola questione realmente importante: sapere se questo prezzo di [...] milioni di USD (pari a [...] milioni di EUR) corrisponde al prezzo di mercato che un investitore privato avrebbe potuto ottenere in circostanze analoghe. Dopo questa necessaria contestualizzazione, la Commissione intende rispondere a questa domanda.

## ii) Comportamento della FSIH come investitore privato

- (243) La Commissione osserva innanzitutto che, al momento di negoziare la cessione delle quote in Duferco US, la FSIH non ha previsto nessuna procedura di gara aperta, trasparente e incondizionata affermando che, secondo quest'ultima, «era difficilmente ipotizzabile rivolgersi a un terzo acquirente per la cessione di una partecipazione di minoranza in una società privata (non quotata)»<sup>(20)</sup>. Tuttavia l'analisi dei motivi di disinvestimento della FSIH scredita chiaramente questa posizione: se la FSIH non ha cercato di mettere Duferco in concorrenza è per compiacere a quest'ultimo, che aveva urgente bisogno delle quote della FSIH per concludere l'accordo con NLMK.
- (244) La Commissione non richiede sistematicamente l'istituzione di una gara di appalto<sup>(21)</sup> per determinare se una vendita è conforme al prezzo di mercato. Nella fattispecie, essa raccomanda tuttavia di ricorrere a perizie indipendenti per determinare una valutazione del prezzo di mercato.
- (245) In realtà la FSIH non ha fatto ricorso a nessuna perizia del genere. Le autorità belghe ritengono a tale proposito che una relazione di valutazione fosse inutile tanto quanto una procedura di gara, «visto il coinvolgimento pieno e attivo della FSIH in Farrell sin dal suo ingresso nel capitale nel 2003 e la sua perfetta conoscenza del settore siderurgico»<sup>(22)</sup>.
- (246) La Commissione osserva pertanto che nessuno dei due metodi che utilizza abitualmente per determinare un prezzo di mercato, ossia la gara d'appalto e la perizia indipendente, sono stati applicati dalla regione Vallonia.
- (247) Quando uno Stato membro sostiene che un'operazione economica soddisfa il criterio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato, esso è tenuto a fornire elementi che evidenzino che la decisione di procedere all'operazione è stata adottata, all'epoca dei fatti, in base a valutazioni economiche analoghe a quelle che, in circostanze simili, un investitore privato razionale avrebbe fatto accertare al fine di determinare il vantaggio economico conseguente.
- (248) Dalla sentenza EDF<sup>(23)</sup> emerge infatti che:
- «83. Tali elementi devono fare chiaramente apparire che lo Stato membro interessato ha preso, preliminarmente o simultaneamente alla concessione del beneficio economico [...], la decisione di procedere, con la misura effettivamente posta in essere, ad un investimento nell'impresa pubblica controllata.
  - 84. A tal riguardo possono risultare necessari, segnatamente, elementi da cui emerga che tale decisione sia fondata su valutazioni economiche analoghe a quelle che, nelle circostanze della specie, un investitore privato razionale, che si fosse trovato in una situazione la più analoga possibile a quella dello Stato membro de quo, avrebbe fatto accertare, prima di procedere all'investimento, al fine di determinare la redditività futura dell'investimento stesso.
  - 85. Per contro, valutazioni economiche operate successivamente alla concessione di tale beneficio, la constatazione retrospettiva dell'effettiva redditività dell'investimento realizzato dallo Stato membro de quo o giustificazioni successive della scelta del modus procedendi effettivamente attuato non possono essere sufficienti per dimostrare che detto Stato membro abbia adottato tale decisione, preliminarmente o simultaneamente alla concessione del beneficio, nella sua qualità di azionista [...].
- (249) La Commissione osserva tuttavia che i metodi di valutazione adottati dal Belgio e da [...] sono studi successivi all'attuazione della misura in esame e che sono stati condotti solo per rispondere ai dubbi espressi dalla Commissione nella decisione di avvio, ovvero molto tempo dopo i fatti in questione.
- (250) A tale proposito la Commissione nota nelle osservazioni di [...] <sup>(24)</sup> che, quando quest'ultima ha chiesto a KPMG di ricostruire a posteriori la valutazione di Duferco US, KPMG ha dovuto scartare il metodo basato sui redditi, non avendo Duferco US predisposto all'epoca dei fatti nessun piano economico-finanziario.

<sup>(20)</sup> Nota 2 delle osservazioni del Belgio sulla decisione di avvio dell'11 dicembre 2013.

<sup>(21)</sup> Sentenza del Tribunale del 28 febbraio 2012, Land Burgenland/Commissione, T-268/08 e T-281/08, ECLI:EU:T:2012:90, punto 72.

<sup>(22)</sup> Osservazioni del Belgio dell'11 dicembre 2013, punto 32.

<sup>(23)</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 5 giugno 2012, Commissione/EDF, C-124/10P, ECLI:EU:C:2012:318, punti 83-85.

<sup>(24)</sup> Osservazioni di [...], punto 42, pag. 12.

- (251) La Commissione ha chiesto per ben tre volte di fornire qualsiasi documento antecedente da cui potesse emergere l'esistenza di lavori preliminari alla decisione della FSIH <sup>(25)</sup>. Il Belgio ha risposto che dal 2003, data di ingresso della FSIH nel capitale di Duferco US, tre amministratori erano presenti nei consigli di amministrazione di Duferco US e di Farrell in rappresentanza della FSIH e che essi partecipavano alla gestione di queste società. Gli azionisti di Duferco US <sup>(26)</sup> avrebbero scambiato diverse relazioni, due delle quali, datate agosto 2004 e marzo 2005, sono state trasmesse dalle autorità belghe a titolo di esempio. Le relazioni in questione sono resoconti di alcune pagine di due visite condotte da rappresentanti della FSIH presso Farrell, ma la Commissione ritiene che queste relazioni non permettano in alcun modo di valutare la partecipazione della FSIH in Duferco US. Le autorità belghe ritengono che questi esperti della siderurgia fossero in grado di valutare da soli la situazione dell'impresa <sup>(27)</sup>, ma la Commissione osserva che il Belgio non ha presentato nessuna nota, corrispondenza o altro documento che attestasse eventuali scambi tra questi esperti della siderurgia e il gruppo Duferco per determinare il prezzo della partecipazione della FSIH in Duferco US.
- (252) Alla luce di questi fatti, considerati i motivi del disinvestimento della FSIH e la giurisprudenza derivante dalla sentenza EDF, la Commissione conclude che, al momento della cessione delle quote in Duferco US, la FSIH non ha agito da investitore privato operante in economia di mercato.

### iii) Quantificazione dell'elemento di aiuto

- (253) La Commissione ha dimostrato che la FSIH, non avendo agito da investitore privato, ha concesso a DII un vantaggio economico che quest'ultimo non avrebbe ottenuto in normali condizioni di mercato.
- (254) Dal momento che il Belgio non ha dimostrato che il prezzo di vendita effettivamente pagato sia stato determinato in base a una valutazione ex ante di Duferco US, la Commissione ha effettuato una propria stima della valutazione di Duferco US per la quota detenuta dalla FSIH, ossia il 49,99 %.
- (255) Innanzitutto, la Commissione rifiuta di escludere completamente il metodo di valutazione basato sul patrimonio netto utilizzato nella decisione di avvio. Tuttavia, al fine di tenere conto delle osservazioni del Belgio relative ai limiti intrinseci di questo metodo, la Commissione lo utilizzerà soltanto a titolo di verifica.

Tabella 1

#### Patrimonio netto e risultati netti di Duferco US (in migliaia di USD)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Patrimonio netto	51 912	129 686	115 795	140 577
Risultato netto	- 6 596	77 716	- 13 891	24 782

Tabella 2

#### Patrimonio netto e risultati netti di Farrell (in migliaia di USD)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Patrimonio netto	78 721	157 370	134 150	139 402
Risultato netto	- 7 034	78 591	- 13 279	25 458

- (256) Da questi dati emerge semplicemente che il metodo di valutazione basato sul valore del patrimonio netto conduce innegabilmente a un valore più elevato nel 2006 che nel 2003.
- (257) La Commissione ha tuttavia stimato il valore della partecipazione della FSIH in Duferco US secondo il metodo raccomandato dal Belgio, quello del multiplo dell'Ebitda, che impone di stimare i) l'Ebitda per il 2006 (anno della cessione) e ii) un multiplo da applicare a quest'ultimo basato su società paragonabili.

<sup>(25)</sup> Richiesta di informazioni del 29 novembre 2011, del 29 giugno 2012 e del 27 gennaio 2015.

<sup>(26)</sup> Risposta del Belgio del 4 giugno 2013.

<sup>(27)</sup> Risposta del Belgio del 28 settembre 2012.

- (258) Il Belgio proponeva di considerare per il 2006 un Ebitda compreso tra 25 e 42 milioni di EUR. Stando al bilancio consolidato di Duferco US al 30 settembre 2006 <sup>(28)</sup>, l'Ebitda è stato in realtà di 52,25 milioni di USD (risultato operativo: 45,97 + deprezzamento e ammortamento: 6,28). Questo buon risultato avrebbe dovuto essere in gran parte già noto al 14 giugno 2006, visto che mancavano solo due mesi e mezzo alla chiusura dell'esercizio. La Commissione ritiene pertanto che la forbice proposta dal Belgio sia ingiustamente bassa e osserva che lo studio successivo condotto da KPMG considera un Ebitda «previsionale» per l'esercizio 2006 di 42 milioni di USD. Il raffronto di tutti questi elementi conduce la Commissione a considerare che nel 2006 si sarebbe potuto realisticamente prevedere un valore dell'Ebitda di 47,12 milioni di USD <sup>(29)</sup>.
- (259) La stima della Commissione è avvalorata dai seguenti elementi: il 12 giugno 2006, in una nota <sup>(30)</sup> per il consiglio di amministrazione del 14 giugno, la FSIH prevedeva un risultato stabilizzato di «20-25 milioni di USD» per il 2006 e gli anni successivi. Questo conferma innanzitutto che la FSIH aveva una certa visibilità della situazione finanziaria della società, ma fornisce soprattutto una buona indicazione dell'Ebitda prevedibile ex ante. La ricostruzione contabile e finanziaria realizzata da KPMG nel 2014 evidenzia infatti che un risultato netto di 20,3 milioni di EUR è correlato a un Ebitda di 42,3 milioni di EUR. Se si considera questo rapporto Ebitda/risultato netto di 2,09 e lo si applica a un risultato netto previsionale di 22,5 milioni di EUR (media aritmetica della forbice prevista dalla FSIH nella nota per il consiglio di amministrazione), si ottiene un Ebitda previsionale per il 2006 di 47 milioni di EUR: importo molto vicino ai 47,12 milioni di EUR stimati dalla Commissione nel punto precedente.
- (260) Per quanto riguarda il multiplo da applicare, la Commissione riprende quello del metodo seguito da Hatch Beddows nella valutazione di Duferco US condotta nel 2003, ossia un multiplo di [...]. Questo studio costituisce infatti l'unica analisi ex ante disponibile al momento della cessione.
- (261) Di conseguenza, il valore della partecipazione della FSIH in Duferco US si attesterebbe a [...] milioni di USD <sup>(31)</sup>. L'importo dell'aiuto corrisponde alla differenza tra questa valutazione e il prezzo di cessione di [...] milioni di USD stabilito nel 2006, ossia 15,24 milioni di USD.
- (262) A questo importo occorre aggiungere il valore dell'opzione d'acquisto — [...] milioni di USD — stimato ex post da KPMG. L'importo complessivo dell'aiuto ricevuto da DII ammonta pertanto a 15,34 milioni di USD, corrispondente in linea di principio a 11,58 milioni di EUR <sup>(32)</sup>.
- (263) La Commissione osserva che l'importo dell'aiuto così stimato conferma che il prezzo di vendita della partecipazione della FSIH in Duferco US non corrisponde a quello che un investitore privato operante in condizioni normali di economia di mercato si sarebbe potuto aspettare.

#### 7.1.4.2. **Misura 2**

##### **i) Giustificazioni relative al disinvestimento della FSIH**

- (264) Nelle loro osservazioni, le autorità belghe hanno giustificato il disinvestimento della FSIH in DPH con i seguenti fattori: ciclicità del settore, ingresso e influenza di nuovi investitori privati nel gruppo Duferco ([...] e NLMK) e disponibilità di liquidità all'interno del gruppo Duferco.
- (265) Se sull'ultimo fattore non ci sono dubbi, la Commissione contesta invece che i primi due fattori abbiano avuto un ruolo realmente decisivo. Nessuno di questi due motivi compare infatti nel verbale del consiglio di amministrazione del 14 giugno 2006 della FSIH <sup>(33)</sup> che affronta la questione della cessione delle quote di DPH. Nel verbale è invece indicato un altro motivo più impellente: l'urgente bisogno di liquidità da parte della FSIH.

«A fine 2005 la F.S.I.H. ha registrato un forte bisogno di liquidità per finanziare progetti urgenti.

Nello stesso periodo il gruppo Duferco ha avuto la possibilità di vendere il suo impianto industriale in Russia.

F.S.I.H ha colto quindi l'occasione per chiedere a [la società che all'epoca controllava DPH] di rilevare le sue quote in D.P.H.»

<sup>(28)</sup> Allegato 1 alla risposta del Belgio del 28 settembre 2012, pag. 24 e 6.

<sup>(29)</sup> Questo valore corrisponde alla media aritmetica tra la stima ex post dell'Ebitda 2006 condotta da KPMG e l'Ebitda effettivamente realizzato nel 2006.

<sup>(30)</sup> Allegato alla risposta del Belgio del 25 settembre 2015, pag. 2.

<sup>(31)</sup> [...] × 49,9 % della partecipazione FSIH.

<sup>(32)</sup> Tasso di cambio USD/EUR al 12 dicembre 2006, ossia 0,7550.

<sup>(33)</sup> Allegato 4 alla risposta del Belgio dell'8 aprile 2015, pag. 6 «Operazione progettata».

- (266) Occorre ricordare che la FSIH aveva ricevuto al momento della sua costituzione 180 milioni di EUR dalla SOGEPA. A fine 2005 questa somma era quasi interamente immobilizzata: 95 milioni di EUR erano stati investiti in Duferco US e 80 milioni di EUR in DPH. Nel 2006 la FSIH desiderava tuttavia sostenere altri progetti, ritenuti sicuramente prioritari dal punto di vista dei poteri pubblici della Vallonia. Tra questi progetti c'era il ripristino dell'altoforno e della cokeria di Carsid: «progetto strategico per il futuro della siderurgia nel bacino di Charleroi [e] che rientrava sicuramente tra gli scopi della SOGEPA» <sup>(34)</sup>.
- (267) Da questi motivi emerge che la FSIH ha ceduto la sua partecipazione in DPH spinta soprattutto da considerazioni politiche e sociali: aveva bisogno di liquidità per continuare a sostenere la siderurgia in Vallonia. Agendo in questo modo, la FSIH non aveva in mente di valutare al massimo la sua partecipazione. La società vallona si è invece messa in posizione di debolezza per negoziare con Duferco la sua uscita da DPH.

## ii) Comportamento della FSIH come investitore privato

- (268) In tale contesto, [la società che all'epoca controllava DPH] disponeva della massima libertà per fare un'offerta di acquisto aggressiva. È a quel punto che la FSIH ha richiesto uno studio indipendente per far approvare l'offerta di [la società che all'epoca controllava DPH], come emerge dal verbale del consiglio di amministrazione del 14 giugno 2006 della FSIH <sup>(35)</sup>:

«Per approvare il prezzo proposto per l'operazione, FSIH ha incaricato la società Ernst & Young di procedere a una valutazione del gruppo».

- (269) Quando un ente pubblico vende un bene a una persona privata, occorre determinare se il prezzo di cessione corrisponde a un prezzo di mercato, ovvero a quello che l'acquirente avrebbe potuto ottenere in condizioni di mercato. Per farlo, l'ente pubblico deve ricorrere a una procedura di gara aperta, trasparente e incondizionata o, in caso contrario, a una perizia indipendente.
- (270) La Commissione non nega che la FSIH abbia agito da investitore privato quando ha commissionato lo studio indipendente di Ernst & Young, ma osserva tuttavia che, nonostante le richieste della Commissione in tal senso <sup>(36)</sup>, il Belgio non ha fornito nessuna prova per dimostrare che le conclusioni di questo studio fossero state effettivamente prese in considerazione durante la trattativa tra le parti. Emerge invece che, nell'impellenza di cedere la sua partecipazione, la FSIH ha lasciato che fosse [la società che all'epoca controllava DPH] a proporre un prezzo e che tale prezzo è stato accettato senza che gli elementi della successiva perizia siano stati considerati durante le trattative. La Commissione sostiene pertanto che la relazione Ernst & Young del 2006 non sia stata utilizzata come avrebbe fatto un investitore privato operante in un'economia di mercato e che sia servita semplicemente a dare una parvenza di operazione di mercato a una trattativa già praticamente conclusa.
- (271) Alla luce di quanto precede emerge che le «detrazioni» ampiamente argomentate dal Belgio non sono state discusse — o per lo meno non sufficientemente discusse — in quanto tali durante le trattative con [la società che all'epoca controllava DPH]. Esse sono semplicemente la formalizzazione ex post di giustificazioni parzialmente invocate dalla FSIH per convincersi della fondatezza del prezzo proposto da [la società che all'epoca controllava DPH].
- (272) La Commissione osserva inoltre che, per quanto criticabili siano secondo il Belgio i risultati della relazione Ernst & Young del 2006, la regione Vallonia non ha ritenuto necessario richiedere una perizia in contraddittorio, come invece aveva fatto nel 2003 al momento del suo ingresso in Duferco US. Orbene, discussioni così tecniche e importanti come quelle invocate dal Belgio sulle detrazioni asseritamente negoziate tra la FSIH e [la società che all'epoca controllava DPH] avrebbero pienamente giustificato una controperizia.
- (273) Per questi motivi, la Commissione ritiene di non dover commentare le «detrazioni» punto per punto, in quanto la FSIH non ha comunque agito da investitore privato operante in economia di mercato. La Commissione conclude che, vendendo la sua partecipazione per [...] milioni di USD, la FSIH ha conferito a [la società che all'epoca controllava DPH] un vantaggio economico che quest'ultima non avrebbe ottenuto in condizioni normali di mercato.

<sup>(34)</sup> Risposta del Belgio del 15 settembre 2015, pag. 2.

<sup>(35)</sup> Allegato 4 alla risposta del Belgio dell'8 aprile 2015, pag. 7 «Giustificazione del prezzo».

<sup>(36)</sup> Richiesta di informazioni del 15 settembre 2015.

**iii) Quantificazione dell'elemento di aiuto**

- (274) Dal momento che l'unica perizia indipendente dell'epoca indicava un prezzo di mercato compreso tra [...] e [...] milioni di USD, l'elemento di aiuto a favore di [la società che all'epoca controllava DPH], presente in questa misura, è pari alla differenza tra la parte bassa di questa forbice e il prezzo effettivo dell'operazione, ossia 25,58 milioni di USD (o 20,36 milioni di EUR <sup>(37)</sup>).

**7.1.4.3. Misura 3****i) Carattere pari passu dell'operazione**

- (275) Un'operazione è considerata conforme al principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato se è possibile dimostrare che essa è stata realizzata pari passu tra l'investitore pubblico e quello privato.
- (276) Il Belgio sostiene che l'investimento della FSIH in DSIH sia stato effettuato pari passu con quello di Duferco Développement, dal momento che i) i rischi sono gli stessi per la FSIH e per Duferco Développement (DSIH non apparteneva né al gruppo Duferco né alla FSIH prima della loro assunzione di partecipazione congiunta), ii) gli importi conferiti sono identici e iii) gli interventi sono concomitanti.
- (277) [...] conferma i motivi sostenuti dalle autorità belghe.
- (278) La Commissione non contesta la concomitanza nel tempo delle operazioni, ma respinge le prime due argomentazioni del Belgio e ritiene pertanto che l'assunzione di partecipazione della FSIH non sia stata effettuata pari passu con quella di Duferco Développement.
- (279) Infatti, benché DSIH fosse formalmente costituita all'esterno del gruppo Duferco, la Commissione osserva che DSIH è servita a Duferco da semplice strumento per acquisire congiuntamente con la FSIH una società, Carsid Développement, di cui possedeva l'intero capitale nell'ambito di SIF. È opportuno ricordare che Duferco era azionista unico di SIF fino al 18 dicembre 2012, data in cui NLMK ha acquisito il 50 % della holding lussemburghese.
- (280) Il gruppo Duferco ha quindi versato [...] milioni di EUR per acquistare Carsid Développement attraverso la società DSIH e ha incassato [...] milioni di EUR dalla vendita di Carsid Développement attraverso la sua controllata SIF. Quest'operazione, che si presenta in realtà come un semplice trasferimento di controllate, è generatrice di utili per il gruppo Duferco, ma rappresenta per la FSIH un esborso di [...] milioni di EUR.
- (281) La Commissione conclude che, a parità di partecipazione, la FSIH ha conferito [...] milioni di EUR in denaro in una controllata del gruppo Duferco, mentre quest'ultimo ha ricevuto [...] milioni di EUR netti senza l'assunzione di nuovi rischi. Alla luce di tali condizioni non è possibile sostenere che l'investimento in questione sia stato effettuato pari passu.

**ii) Comportamento della FSIH come investitore privato**

- (282) Oltre a non essere un'operazione pari passu, la Commissione illustra i motivi che consentono di concludere inequivocabilmente che l'operazione in questione non è conforme al principio dell'investitore privato operante in economia di mercato. Questi motivi sono legati al modo in cui la FSIH ha valutato la sua assunzione di partecipazione in DSIH, per quanto riguarda in particolare i) le attività e le passività detenute da Carsid Développement e ii) la valutazione del progetto [...].
- (283) Carsid Développement è nata nel 2006 dalla sua parziale scissione dalla società madre Carsid, che ha apportato alla nuova società alcune attività in natura. Questo conferimento è stato valutato da KPMG il 14 novembre 2006 <sup>(38)</sup>. La relazione di KPMG (la «relazione KPMG del 2006») evidenzia un conferimento di attività per [...] milioni di EUR, costituite per il 99 % da crediti commerciali verso Duferco La Louvière Sales, e un conferimento di passività di simile importo ([...] milioni di EUR) corrispondenti a una riserva per rischi ambientali destinata a coprire i costi di risanamento, non ancora sostenuti, del sito di Carsid.
- (284) Nella sua valutazione di Carsid Développement (e quindi di DSIH), la FSIH ha effettivamente tenuto conto dei suddetti crediti commerciali per [...] milioni di EUR <sup>(39)</sup>. Viceversa, nonostante una richiesta della Commissione in tal senso <sup>(40)</sup>, il Belgio non ha fornito prove convincenti del fatto che la FSIH abbia tenuto conto della passività di Carsid Développement nella valutazione di DSIH. Le autorità belghe sostengono infatti che questa passività non corrispondesse a nessun obbligo legale, dal momento che la normativa sui suoli inquinati applicabile in

<sup>(37)</sup> Tasso di cambio USD/EUR al 14 giugno 2006, ossia 0,7959.

<sup>(38)</sup> Allegato 20 alla risposta del Belgio del 5 gennaio 2012.

<sup>(39)</sup> Cfr. ad esempio la risposta del Belgio dell'11 dicembre 2013, punto 86.

<sup>(40)</sup> Richiesta di informazioni del 15 settembre 2015.

Vallonia era datata 2008. Il risanamento avrebbe dovuto essere effettuato solo nell'ottica di una successiva valutazione del terreno. Orbene, in quest'ultima ipotesi, i costi di risanamento avrebbero dovuto essere pienamente compensati dal valore del terreno bonificato, asseritamente valutato dalle parti in [...] milioni di EUR. Non vi sarebbe pertanto stato motivo di valutare la riserva ambientale, riserva che è stata invece iscritta a bilancio. La Commissione osserva che il Belgio non le ha fornito nessuna prova di queste discussioni, né alcuna perizia che attestasse il valore dei terreni bonificati e conclude che la passività in questione non è stata adeguatamente considerata dalla FSIH al momento della valutazione di Carsid Développement.

- (285) Per quanto riguarda il progetto [...], secondo la regione Vallonia, la FSIH avrebbe fondato la sua analisi su elementi di costo obiettivi, contenuti in uno studio indipendente commissionato nel 2006 da Duferco a un'impresa specializzata nel recupero di discariche e aree industriali abbandonate (la «SPAQuE»), e su alcune valutazioni del valore commerciale dei terreni decontaminati.
- (286) La Commissione riconosce la rilevanza degli elementi di costo stabiliti all'epoca da una società di consulenza indipendente, ma osserva che il valore commerciale dei terreni decontaminati non è stato oggetto di alcuno studio indipendente ex ante. Il Belgio giustifica la cifra dichiarata di [...] milioni di EUR con uno studio della società Galtier condotto nel 2010, ossia quattro anni dopo la misura in esame.
- (287) La Commissione osserva tuttavia che lo studio indipendente della SPAQuE proponeva nel 2006 una valutazione degli eventuali ricavi derivanti dalla vendita dei terreni decontaminati <sup>(41)</sup>, ma in nessuno degli scenari ipotizzati dalla SPAQuE i ricavi superavano [...] milioni di EUR. Alla luce di questi dati dell'epoca, il valore di [...] milioni di EUR pagato dalla FSIH appare pertanto ingiustificato.
- (288) Infine, anche qualora si accettasse la proiezione di [...] milioni di EUR sostenuta dal Belgio, la Commissione osserva che non è pratica comune, per un investitore privato operante in economia di mercato, valutare un progetto con la somma non attualizzata dei relativi costi e utili attesi. Un investitore privato operante in economia di mercato non valuta infatti allo stesso modo gli utili che si materializzeranno solo in un lontano futuro e le spese da sostenere invece a breve.
- (289) La Commissione osserva che questi errori di valutazione non si sarebbero verificati se all'epoca fosse stata effettuata una valutazione completa e unificata di Carsid Développement. La Commissione osserva pertanto che la FSIH non ha proceduto ex ante a una valutazione economica come avrebbe fatto un investitore privato operante in economia di mercato.
- (290) Alla luce di quanto precede e della giurisprudenza EDF citata al punto 248, la Commissione conclude che la FSIH non ha agito da investitore privato operante in economia di mercato e, così facendo, ha conferito a DSIH un vantaggio economico in condizioni diverse da quelle di mercato.

### iii) Quantificazione dell'elemento di aiuto

- (291) Dal momento che la cessione delle attività di DSIH ha dato luogo soltanto a un credito, peraltro non incassato e oggi detenuto da Duferco Wallonie, la Commissione ritiene che l'importo dell'aiuto concesso a DSIH corrisponda all'ammontare totale della partecipazione della FSIH, ossia [...] milioni di EUR.

#### 7.1.4.4. Misure 4 e 5

##### i) Inadeguatezza del metodo comparativo

- (292) Per valutare se un prestito comporta un elemento di aiuto, la Commissione ritiene necessario stabilire se l'impresa beneficiaria fosse in grado di ottenere le somme di cui trattasi in condizioni simili sul mercato dei capitali <sup>(42)</sup>. Per farlo, la Commissione può adottare un metodo comparativo e valutare i prestiti in esame in base a operazioni di mercato che riterrebbe paragonabili. È in tale contesto che la Commissione ha chiesto al Belgio di indicare se [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] e SIF avessero ottenuto nel 2009 prestiti paragonabili presso istituti finanziari diversi dalla FSIH e, se sì, a quali condizioni.
- (293) Le autorità belghe hanno presentato alla Commissione alcune tabelle contenenti prestiti concessi a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] e a SIF.

<sup>(41)</sup> Allegato 6 alla risposta del Belgio del 4 giugno 2013, tabella riassuntiva dei costi e dei ricavi.

<sup>(42)</sup> Sentenza del Tribunale del 30 aprile 1998, Cityflyer Express/Commissione, T-16/96, ECLI:EU:T:1998:78, punto 51.

- (294) Per quanto riguarda [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco], il Belgio ha precisato che, in qualità di holding non operativa, essa non ha mai avuto necessità di ricorrere al prestito bancario e che è pertanto impossibile paragonare questi due tassi con quello effettivamente applicato da banche a questa particolare società. Per [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco], tutti gli elementi di raffronto forniti dal Belgio riguardano pertanto solo controllate della società.
- (295) Per [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] come per SIF, la Commissione aveva già osservato nella decisione di avvio <sup>(43)</sup> che le tabelle contenevano prestiti non paragonabili a quelli di specie: maturità diversa (in generale inferiore rispetto a quella dei due prestiti in questione), importi diversi (molto più alti dei due prestiti), diversa tipologia (le tabelle comprendono, ad esempio, prestiti rinnovabili di un anno e autorizzazioni di scoperto) e, infine, diverse garanzie (ipoteche su immobili o altri attivi materiali).
- (296) Il Belgio ha contestato alla Commissione di non aver fornito una motivazione sufficiente del suo rifiuto di considerare i prestiti indicati come validi elementi di confronto. Infatti, i criteri di analisi considerati dalla Commissione non sarebbero ammissibili in quanto, secondo le autorità belghe <sup>(44)</sup>, il tasso d'interesse non dipende i) né dalla maturità del prestito, ii) né dalla tipologia del prestito, iii) né dall'importo del prestito.
- (297) Contrariamente alle affermazioni del Belgio, la Commissione osserva che negli ambienti finanziari è generalmente ammesso che la maturità di un prestito influenza innegabilmente la determinazione della sua remunerazione. In tal senso, la Banca centrale europea ha rappresentato in un grafico <sup>(45)</sup> il rapporto tra il tasso di rendimento di un prestito e la sua maturità. Dalla curva si evince chiaramente che la remunerazione aumenta in base alla maturità del prestito e in particolare nei primi dieci anni. Questa constatazione emerge anche dalla giurisprudenza del Tribunale dell'Unione europea. Nella causa *Arbel Fauvet* <sup>(46)</sup>, il Tribunale ha confermato l'analisi della Commissione secondo cui le condizioni di remunerazione di un credito a breve termine non possono essere simili a quelle di un prestito a lunga scadenza:
- «Infatti, l'aumento dello scoperto sul conto corrente concesso da una banca privata è un credito a brevissimo termine, contrariamente agli anticipi controversi che vertono su tre anni, che non è quindi oggetto delle medesime analisi di rischio da parte dei creditori. Il fatto che un debitore possa ottenere un credito a breve termine non consente, pertanto, di valutarne le possibilità di ottenere un prestito a più lunga scadenza, il cui rimborso dipenderà dalla sua capacità di sopravvivenza».
- (298) La Commissione ritiene che anche la tipologia di prestito influenzi il suo rendimento. Ad esempio, il rischio relativo al progetto di finanziamento di un fabbisogno di capitale circolante non può essere remunerato alla stregua di un progetto di investimento in capitale. Poiché il livello di rischio varia in base al tipo di progetto da finanziare, il suo rendimento è necessariamente adeguato di conseguenza.
- (299) Per questi motivi la Commissione non accoglie l'obiezione formulata dal Belgio e conferma il suo rifiuto di applicare un metodo comparativo basato sui prestiti indicati dalle autorità belghe.
- (300) In seguito al rifiuto della Commissione di esaminare i prestiti segnalati dal Belgio, [...] e SIF hanno voluto portare altri prestiti all'attenzione della Commissione.
- (301) [...] ha presentato una tabella contenente 19 prestiti multivaluta, tutti di importo più elevato di quelli elencati dalle autorità belghe. La Commissione osserva che di questi 19 prestiti solo uno è stato concesso nel 2009: trattasi nella fattispecie di un'agevolazione di pagamento che poteva essere richiesta per periodi di un mese (mentre il prestito FSIH era stato concesso per sei anni). La maggior parte degli altri prestiti era stata concessa tra il 2003 e il 2008, ovvero prima che scoppiasse la crisi finanziaria e in una fase in cui il mercato dell'acciaio era ancora in crescita. Alla luce di queste differenze sostanziali, la Commissione ritiene che i 19 prestiti presentati da [...] non costituiscano validi elementi di raffronto con il prestito FSIH.
- (302) Per quanto riguarda SIF, la Commissione ritiene che i due prestiti portati alla sua attenzione non siano pertinenti. Si tratta certamente di due prestiti a lungo termine, ma entrambi erano corredati di garanzie elevate — i) garanzie da parte di DPH e NLMK; ii) per il prestito Rabobank: [...]; iii) per il prestito Sumitomo: una garanzia di [...] — mentre il prestito concesso dalla FSIH non prevedeva garanzie. Inoltre i prestiti menzionati da SIF erano [...], mentre quello concesso dalla FSIH era [...]. Da questi elementi emerge che il prestito concesso dalla FSIH era più rischioso di quelli indicati da SIF. Questi prestiti non possono pertanto fungere da elementi di raffronto.

<sup>(43)</sup> Cfr. il punto 167.

<sup>(44)</sup> Risposta del Belgio dell'11 dicembre 2013, punti 255-279.

<sup>(45)</sup> <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>

<sup>(46)</sup> Sentenza del Tribunale del 12 maggio 2011, *Région Nord-Pas-de-Calais/Commissione*, T-267/08 e T-279/08, ECLI:EU:T:2011:209, punto 161.

(303) Alla luce di quanto precede, la Commissione conclude che gli esempi di prestiti citati dal Belgio, da [...] e da SIF non sono paragonabili ai due prestiti in esame. Il metodo comparativo si rileva pertanto inefficace nel caso di specie.

ii) **Analisi dei prestiti alla luce della comunicazione sui tassi di riferimento del 2008**

(304) Per i casi in cui è difficile, o addirittura impossibile, individuare operazioni paragonabili sul mercato, la Commissione ha elaborato indicatori che consentono di capire se un prestito contiene elementi di aiuto. Per quanto riguarda i prestiti, il metodo che consente di calcolare un tasso di riferimento destinato a fungere da prezzo di mercato è illustrato nella comunicazione sui tassi di riferimento del 2008. Questo metodo si basa su due parametri fondamentali: il margine di interesse e il livello di garanzie.

(305) In primo luogo, la Commissione intende applicare questo metodo al prestito concesso a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco].

(306) Il Belgio fa notare che quando la FSIH ha concesso il prestito, [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] vantava un rating AAA. Riferendosi a una tabella contenente una quarantina di prestiti in euro detenuti nel 2009 da Duferco <sup>(47)</sup>, il Belgio sostiene infatti che, stando alla comunicazione sui tassi di riferimento del 2008, i margini applicati dalle banche commerciali a Duferco rispecchierebbero un rating AAA corredato di garanzie elevate. Se la suddetta comunicazione rispecchia fedelmente il mercato, bisognerebbe quindi dedurre che Duferco presentava un rating AAA.

(307) La Commissione respinge questa posizione. I prestiti indicati nella tabella fornita dal Belgio presentano un margine generalmente compreso tra 70 e 150 punti base e molti di essi sono stati negoziati a 100 punti base. Orbene, dal momento che il Belgio sembra affermare che Duferco correda i suoi prestiti di garanzie elevate, la comunicazione sui tassi di riferimento del 2008 indica che un margine di 100 punti base corrisponde, per questo livello di garanzie, a un rating BB. Il ragionamento seguito dalle autorità belghe porterebbe pertanto ad attribuire a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] al massimo un rating BB.

(308) Questa stima del rating finanziario di [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] è corroborata da un confronto con i rating dei principali gruppi siderurgici mondiali ottenuti nel 2009. Innanzitutto occorre sottolineare che, indipendentemente dall'agenzia di rating, nessun gruppo siderurgico aveva ottenuto a livello mondiale nel 2009 un rating AAA. Del resto, il Belgio non contesta questa constatazione. La Commissione osserva che, della decina dei principali gruppi siderurgici mondiali valutati nel 2009 <sup>(48)</sup>, solo due avevano ottenuto un rating A e A-, tre erano nella categoria BBB, mentre quattro rientravano nella categoria BB. La Commissione deduce quindi che il gruppo Duferco poteva difficilmente dimostrare di avere un rating AAA nel 2009 e che il rating BB, che risulta dal metodo proposto dal Belgio, sembra in linea con quello di diversi altri gruppi siderurgici. Era peraltro il rating più frequente nel 2009.

(309) Quanto al valore delle garanzie, la Commissione non condivide il parere delle autorità belghe sulla solidità delle garanzie relative al prestito concesso a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco]. È opportuno ricordare che queste garanzie sono costituite da un pegno sul 15 % delle azioni di DPH e dalla garanzia di un rimborso prioritario alla scadenza di un credito futuro, ma quasi certo, di [...] milioni di USD.

(310) Innanzitutto, per quanto riguarda il pegno sul 15 % delle azioni di DPH, la Commissione osserva che DPH, iscritta a [...], è una società non quotata, le cui azioni sono quindi per definizione poco liquide. Orbene, il valore di una garanzia viene valutato in base al suo livello di liquidità in caso di inadempimento del debitore, ovvero della sua vendibilità a breve termine e senza perdita di valore. Tra l'altro, come per qualsiasi azione ordinaria, il valore delle azioni di DPH resta variabile, il che rappresenta un problema quando si tratta di garantire un prestito a lungo termine, rimborsabile interamente alla scadenza. Il Belgio sostiene infine che la Commissione avrebbe evidenziato la solidità finanziaria di DPH al punto 148 della decisione di avvio (aumento del patrimonio netto e del risultato netto), ma la Commissione precisa che questa constatazione si riferiva al periodo 2003-2006 e non all'anno 2009. La relazione annua di Duferco del 2009 sottolinea invece il drastico calo delle vendite, quasi dimezzate rispetto al 2008, e una perdita consolidata di circa [...] milioni di USD. Secondo la Commissione, questa garanzia non può essere considerata normale, ma bassa.

(311) Inoltre, per quanto riguarda il credito di [...] milioni di USD, la Commissione ricorda che, ai sensi dell'articolo 3 del contratto di prestito, [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] doveva rimborsare il prestito il 31 dicembre 2015 o prima, in caso di cambiamento di controllo di SIF, secondo l'accordo del 1° settembre 2008 stipulato tra DII e NLMK. In quest'ultimo caso, l'articolo 6.1 del contratto precisa che [la società che all'epoca era

<sup>(47)</sup> Allegato 13 alla risposta del Belgio del 4 giugno 2013.

<sup>(48)</sup> ArcelorMittal, Nippon Steel&Sumitomo Metal Corporation, Tata Steel Limited, Nucor Corporation, United States Steel Corp., ThyssenKrupp AG, PAO Severstal, NLMK, Kobe Steel Ltd (rating Standard&Poors).

a capo del gruppo Duferco] s'impegnava a destinare in via prioritaria, e comunque prima di ogni altro pagamento o rimborso di debito, le somme necessarie al rimborso dovuto per il contratto di prestito. L'articolo 6.2 stabilisce inoltre che [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] s'impegnava a fare in modo che DII ritardasse l'esercizio della sua opzione di vendita fino al 18 dicembre 2012 e/o fino all'esecuzione degli investimenti indicati nell'allegato.

- (312) La Commissione precisa che il valore di una garanzia è valutato in base alla sua capacità di escussione. Orbene, nella fattispecie, il credito di Duferco non può essere considerato certo al momento della sottoscrizione del contratto di prestito, in quanto DII si era impegnata a non esercitare l'opzione prima del 18 dicembre 2012. Fino ad allora, in caso di inadempimento di [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco], la garanzia non aveva alcun valore. La Commissione riconosce tuttavia che il ritiro di Duferco da SIF fosse altamente probabile alla luce del contesto dell'epoca. La sua probabilità di escussione e, di fatto, la sua qualità aumentavano nel tempo, tanto più che Duferco si era impegnato a utilizzare in via prioritaria il credito diventato certo per rimborsare il prestito concesso dalla FSIH. La Commissione concorda quindi con il Belgio nel ritenere la garanzia di un livello normale.
- (313) In merito a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco], la Commissione conclude che è opportuno applicare all'impresa un rating BB e ai prestiti in questione un livello di garanzie ritenuto, nel migliore dei casi, normale. In base alla comunicazione sui tassi di riferimento del 2008, il margine avrebbe dovuto essere di 220 punti base, di gran lunga superiore ai 75 punti base accordati dalla FSIH. Questo significa che un vantaggio economico è stato conferito a SIF in condizioni diverse da quelle di mercato.
- (314) In secondo luogo, la Commissione applica la comunicazione sui tassi di riferimento del 2008 al prestito concesso a SIF.
- (315) La Commissione osserva che, come Duferco, l'impresa comune SIF non disponeva di un rating pubblico. In assenza di un rating o di altri elementi che consentissero di approssimare la valutazione finanziaria di SIF, la Commissione non ha quindi avuto altra scelta che basarsi, in via prudente, sul rating finanziario delle società madri.
- (316) La Commissione nota pertanto che la casa madre NLMK era stata valutata BBB- da Standard and Poor's, Ba1 da Moody's e BB+ da Fitch Ratings (rating estratti dalla relazione annuale NLMK del 2009). Questi valori corrispondono, secondo la comunicazione sui tassi di riferimento del 2008, alla categoria di «rating soddisfacente» (BB). Anche la seconda società madre, Duferco, era stata valutata BB in base alla stima considerata dalla Commissione al punto (313).
- (317) In quanto controllata di due società (NLMK e Duferco) con rating BB secondo le stime della Commissione, e considerato il contesto macroeconomico del 2009 particolarmente difficile nel settore dell'acciaio, la Commissione ritiene che il rating di SIF possa essere prudentemente e ragionevolmente considerato BB.
- (318) La Commissione osserva inoltre che il prestito è stato concesso senza garanzie. SIF obietta affermando che all'epoca avrebbe potuto provvedere alla propria garanzia e addirittura a quella di NLMK o di Duferco: «Se la FSIH non ha chiesto garanzie è perché la sua situazione finanziaria dell'epoca, la sua appartenenza ai gruppi NLMK/Duferco e la garanzia offerta da NLMK in caso di cambiamento di controllo erano tali da assicurare la FSIH quanto alla sua capacità di rimborso del prestito»<sup>(49)</sup>. SIF ribadisce la solidità della sua situazione finanziaria nel 2008, tuttavia il prestito concesso dalla FSIH si riferiva a un periodo di [7-12] anni con rimborso alla fine. Alla luce di queste due caratteristiche, la Commissione ritiene che un istituto privato avrebbe richiesto garanzie sufficienti e proporzionali per remunerare il suo rischio per [7-12] anni e che non si sarebbe accontentato dei soli risultati finanziari di SIF nel 2008 per rinunciare a qualsiasi garanzia. Secondo la Commissione, le garanzie collegate al prestito erano quindi basse.
- (319) La stima del rating finanziario di SIF (BB) e delle garanzie (basse) collegate al prestito della FSIH conducono la Commissione a ritenere che, alla luce della comunicazione sui tassi di riferimento del 2008, sarebbe stata necessaria una remunerazione di 400 punti base. Questo rendimento è di gran lunga superiore ai 75 punti base negoziati tra SIF e la FSIH. Dal momento che è stato conferito a SIF un vantaggio economico in condizioni diverse da quelle di mercato, la Commissione giunge alla conclusione dell'esistenza di un aiuto.

<sup>(49)</sup> Punto 28 delle osservazioni di SIF.

- (320) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene che nessun istituto privato avrebbe acconsentito a concedere, rispettivamente, 100 milioni di EUR e 75 milioni di EUR a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] e a SIF alle condizioni che sono state invece accettate dalla FSIH. Non agendo da investitore privato, la FSIH ha quindi conferito un vantaggio ai due beneficiari dei prestiti che pone questi ultimi in una situazione più favorevole rispetto a quella dei loro concorrenti.

### iii) **Stima dell'importo dell'aiuto**

- (321) L'importo dell'aiuto scaturisce dalla differenza tra i tassi effettivamente applicati (1,99 %) e quelli derivanti dall'applicazione della comunicazione sui tassi di riferimento del 2008, pari a 3,502 % (Euribor a 12 mesi + 220 punti base) per [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] e 4,302 % (Euribor a 12 mesi + 400 punti base) per SIF, applicati al periodo compreso tra il giorno della concessione dei prestiti e il giorno del loro rimborso anticipato. In tal senso, il prestito a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] è stato sottoscritto il 4 settembre 2009 per 30 milioni di EUR, in linea di principio per una durata di sei anni e a fronte di un tasso effettivo al momento del pagamento del 2,04 %. L'importo è stato poi maggiorato di 70 milioni di EUR con un'aliquota effettiva dell'1,99 % al momento del versamento. Il rimborso anticipato è stato effettuato nel luglio 2011. L'importo del prestito a SIF era di 75 milioni di EUR, concesso in due rate, rispettivamente di 20 milioni di EUR (settembre 2009) e 55 milioni di EUR (dicembre 2009), a fronte di un tasso d'interesse effettivo per le due rate dell'1,99 %. Sono stati concordati rimborsi anticipati in rate di capitale e interessi nel giugno 2011 e successivamente nel 2012 e nel 2013.
- (322) A titolo illustrativo, considerando una base di calcolo di attualizzazione semplificata, l'importo dell'aiuto ammonta approssimativamente a 2,08 milioni di EUR per il prestito a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] e a 10,41 milioni di EUR per il prestito a SIF <sup>(50)</sup>.

### 7.1.4.5. **Misura 6**

#### i) **Carattere pari passu dell'operazione**

- (323) Un'operazione è considerata conforme al principio dell'investitore privato operante in economia di mercato se è possibile dimostrare che la suddetta operazione è stata effettuata pari passu tra l'investitore pubblico e quello privato.
- (324) Il Belgio sostiene che l'assunzione di partecipazione della FSIH sia pari passu con quella di DII, perché gli importi investiti sono praticamente identici, perché DLP non apparteneva al gruppo Duferco quando la FSIH ha effettuato l'investimento e perché lo scopo di questi investimenti era di rilevare attività appartenenti a SIF e non al gruppo Duferco.
- (325) [...] conferma queste osservazioni e aggiunge che DII non era in possesso di altri documenti finanziari all'infuori di quelli presentati dal Belgio per valutare l'opportunità degli investimenti in questione.
- (326) La Commissione ritiene che DLP sia, come DSIH (misura 3), solo uno strumento utilizzato dagli interessati — la FSIH e DII — per dare una parvenza pari passu all'acquisto da parte di Duferco di attività che già in parte gli appartenevano. DLP è infatti stata creata nel marzo 2011 dalla FSIH e da DII come strumento ad hoc per accogliere le attività belghe di Duferco: si tratta in particolare di attività derivanti dallo smantellamento di SIF (allora posseduta al 50 % da Duferco) e delle attività detenute in comune con la FSIH attraverso DSIH.
- (327) Benché lo strumento DLP sia stato formalmente creato all'esterno del gruppo Duferco, la Commissione è del parere che la concomitanza nel tempo e la successione delle cessioni di partecipazione tra le varie controllate del gruppo Duferco tra giugno e luglio 2011 <sup>(51)</sup> dimostrino la dipendenza di DLP da Duferco sin dalla sua creazione.
- (328) Un'ulteriore osservazione, che agli occhi della Commissione è ancora più significativa, è che in seguito all'applicazione della misura in esame la situazione patrimoniale del gruppo Duferco e i rischi ad essa associati non erano praticamente cambiati. Duferco possiede infatti, attraverso DLP, i) il 50,3 % delle attività siderurgiche che già deteneva al 50 % attraverso SIF e ii) il 50,3 % delle attività di diversificazione che già deteneva al 50 % attraverso

<sup>(50)</sup> La stima è stata effettuata calcolando gli interessi dovuti in applicazione del tasso della comunicazione sui tassi di riferimento del 2008 e sottraendo gli interessi stimati in base all'aliquota effettivamente utilizzata, attualizzando ogni somma al tasso indicato nella suddetta comunicazione. Il calcolo degli interessi e l'attualizzazione sono tuttavia effettuati in modo approssimativo rispetto a scadenze temporali simulate (in particolare, durata in anni e non il giorno esatto del rimborso, mancata presa in considerazione di rimborsi parziali di interessi), che non tengono quindi conto del profilo finanziario e dello scadenziario di rimborso effettivo.

<sup>(51)</sup> Cfr. in particolare il punto 49 della presente decisione.

DSIH. Al contrario, la situazione patrimoniale della FSIH è cambiata notevolmente al termine della misura in esame: la FSIH ha infatti acquisito il 49,7 % di importanti attività siderurgiche site a La Louvière e a Trebos, che prima non le appartenevano.

(329) In termini di impegni finanziari, questa situazione si presenta pertanto per il gruppo Duferco nel seguente modo:

- [...] milioni di EUR versati per rilevare alcune attività siderurgiche di SIF attraverso DLP,
- [...] milioni di EUR ricevuti dalla vendita di queste stesse attività da parte di SIF, allora controllata al 50 % da Duferco,
- [...] milioni di EUR di debiti verso DSIH attraverso DLP per l'acquisto di Duferco Diversification,
- [...] milioni di EUR di crediti verso DLP attraverso DSIH per la vendita di Duferco Diversification.

(330) Si ottiene così un contributo finanziario netto del gruppo Duferco di [...] milioni di EUR per l'acquisizione della partecipazione in DLP a concorrenza del 50,3 %. Questo importo non è paragonabile ai 99,7 milioni di EUR <sup>(52)</sup> versati dalla FSIH per diventare azionista al 49,7 % di DLP.

(331) Alla luce delle suddette condizioni non è possibile sostenere che l'investimento in questione sia stato effettuato pari passu.

#### ii) **Comportamento della FSIH come investitore privato**

(332) La Commissione espone di seguito i motivi che le permettono di concludere che l'operazione, oltre a non essere pari passu, non è conforme al principio dell'investitore privato operante in economia di mercato. Questi motivi sono legati al modo in cui la FSIH ha valutato l'assunzione della sua partecipazione in DLP.

(333) Prima di entrare nel dettaglio di queste valutazioni, la Commissione respinge un'obiezione formulata da [...]. Secondo [...], il fatto che all'epoca la FSIH non abbia avuto accesso ad altri documenti rispetto a DII (investitore privato) basterebbe a dimostrare la razionalità dell'investimento della FSIH.

(334) Per i motivi illustrati al punto 329, l'operazione in esame era finanziariamente quasi neutra per il gruppo Duferco, tanto che quest'ultimo non era affatto incentivato a presentare relazioni o studi dettagliati: il prezzo delle attività rilevate da DLP aveva un'incidenza molto limitata sulla sua liquidità. Questa considerazione non si applica invece alla FSIH, che doveva versare il 49,7 % del prezzo fissato per queste attività. Spettava pertanto alla FSIH e non a Duferco compiere tutti gli sforzi possibili per valutare le attività al loro valore equo. Il fatto che Duferco non disponesse di altri documenti oltre a quelli presentati dal Belgio non dimostra in alcun modo che la FSIH abbia agito da investitore privato operante in economia di mercato.

(335) Per quanto riguarda l'entità di queste stime, la Commissione ricorda la necessità di procedere alla valutazione di quattro elementi: i) le azioni di DLLPL; ii) le azioni di Duferco Trebos; iii) le scorte acquisite presso Duferco La Louvière Sales; e iv) il progetto a giustificazione dell'investimento di [30-40] milioni di EUR in DLLPL.

(336) Secondo la Commissione, la relazione Galtier del maggio 2011 trasmessa dal Belgio non fornisce una valutazione rigorosa di DLLPL. Essa riporta semplicemente una stima del valore equo («fair value») degli attivi materiali del sito di La Louvière e non esamina nessun elemento del passivo, né piano economico-finanziario.

(337) La società Galtier ha tuttavia informato la Commissione, tramite le autorità belghe, di aver fondato la sua stima su un piano economico-finanziario formalmente redatto. La versione sintetica di questo piano economico-finanziario, trasmessa dal Belgio <sup>(53)</sup>, è in realtà un breve documento senza data, privo di qualsiasi ipotesi. La versione non sintetica del piano economico-finanziario, ammesso che esista, non è stata fornita alla Commissione.

<sup>(52)</sup> La Commissione ha sottratto all'aumento di capitale di 100 milioni di EUR l'effetto netto sulla FSIH della cessione di Duferco Diversification a DLP (-0,3 milioni di EUR).

<sup>(53)</sup> Allegato 21 della risposta del Belgio alla decisione di avvio.

- (338) Le autorità belghe hanno invocato lo stesso motivo in merito al prezzo d'acquisto delle azioni di Duferco Trebos, ossia che il documento intitolato «Valore d'uso degli attivi materiali e immateriali di Trebos» del maggio 2011 è in realtà un insieme di studi e di relazioni contenente un piano economico-finanziario preliminare di due pagine redatto da Duferco <sup>(54)</sup>. La data di quest'ultimo documento non è precisata. L'obiettivo della relazione del 2011 era di valutare le attività in valore d'uso e individuare il valore della clientela nel fondo patrimoniale. Non è stato effettuato nessun controllo dei conti, nessun audit dell'impresa, né è stata condotta una valutazione sintetica dell'intera società Duferco Trebos.
- (339) Del resto, in merito a queste due acquisizioni, il Belgio riconosce che «le parti non hanno ritenuto necessario esibire un piano economico-finanziario formalmente redatto. La FSIH conosceva perfettamente l'oggetto della sua acquisizione». Orbene, la Commissione ritiene che la conoscenza di un'impresa sia utile ma non sufficiente per un investitore, la cui decisione d'investimento dipende dalla redditività futura attesa.
- (340) Per quanto riguarda la valutazione delle scorte di Duferco La Louvière Sales, società controllata da SIF, le autorità belghe hanno presentato un documento che, a loro giudizio, giustifica il fatto che il valore di mercato delle scorte fosse superiore al loro valore contabile, che è stato poi considerato per stabilire il prezzo di vendita. La Commissione osserva ancora una volta che il documento è senza data.
- (341) Infine, per quanto riguarda l'investimento di [30-40] milioni di EUR in DLLPL, nella decisione di avvio, la Commissione aveva chiesto al Belgio di presentare tutti gli studi e i piani economico-finanziari relativi a questo investimento. Alla fine il Belgio ha confermato che l'investimento di [30-40] milioni di EUR è stato giustificato da un solo piano economico-finanziario e che gli altri piani indicati erano diventati superflui, perché relativi a progetti non considerati. Le autorità belghe hanno quindi presentato alla Commissione un piano di una pagina, non datato, contenente una tabella con l'Ebitda fino al 2016, senza spiegazioni né ipotesi a giustificazione dei numeri indicati.
- (342) Dal punto di vista della Commissione, l'inadeguatezza di questo documento non è compensata dagli altri documenti invocati dal Belgio. In particolare, il documento intitolato «Un progetto per il futuro della siderurgia di La Louvière», datato febbraio 2011, illustra la strategia di mantenimento delle attività relative ai prodotti lunghi e a quelli piani. Una pagina è dedicata all'evoluzione storica di DLLPL negli ultimi cinque anni. Il documento intitolato «Piano marketing prodotti lunghi 2011-2013» si limita invece a uno studio del settore interessato.
- (343) Alla luce di quanto precede, l'investimento della FSIH non può essere considerato conforme al principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato. La Commissione osserva che DLP ha permesso ancora una volta alla FSIH di sostenere l'attività siderurgica in Vallonia senza che ciò fosse giustificato da un'analisi economica conforme al principio dell'investitore privato operante in economia di mercato.

### iii) **Stima dell'importo dell'aiuto**

- (344) Da quanto precede emerge che l'investimento non può essere considerato pari passu, né conforme al principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato. L'aiuto ricevuto da DLP corrisponde pertanto all'importo dell'aumento di capitale, ossia 100 milioni di EUR.

#### 7.1.4.6. **Conclusione generale sul criterio del vantaggio economico**

- (345) Dopo aver analizzato separatamente ogni misura, la Commissione ha ritenuto necessario procedere a un'analisi più generale della strategia d'investimento della FSIH fin dalla sua costituzione. Essa ritiene infatti che queste misure costituiscano un tutt'uno e che esse rispondano a un solo obiettivo: sostenere e mantenere nel tempo le attività del gruppo Duferco in Vallonia attraverso investimenti diretti nelle controllate offshore del gruppo per eludere i divieti sugli aiuti alla siderurgia nell'Unione. I beneficiari degli interventi della FSIH sono infatti la società madre di Duferco o alcune controllate del gruppo con sede negli Stati Uniti (misura 1), [...] (misura 2), Irlanda (misura 3), [...] (misura 4) e [...] (misure 5 e 6), con l'obiettivo di finanziare progetti da realizzare in Vallonia, nelle controllate valloni del gruppo operanti nel settore siderurgico e successivamente, quando il gruppo ha progressivamente abbandonato le sue attività siderurgiche in Vallonia, in quello della decontaminazione dei siti.

<sup>(54)</sup> Allegato 23 della risposta del Belgio alla decisione di avvio.

- (346) Quest'analisi è giustificata dalla concomitanza o dalla concretizzazione ravvicinata di alcuni fatti.
- (347) Innanzitutto, il gruppo Duferco si è insediato in Belgio a partire dal 1997 rilevando l'impresa Forges de Clabecq, in grandi difficoltà economiche, con il sostegno della regione Vallonia e l'approvazione della Commissione (acquisizione di partecipazione di 8,75 milioni di EUR e prestito di 13,75 milioni di EUR) <sup>(55)</sup>. La Commissione osserva che quest'acquisizione è successiva alla sua decisione negativa sulle Forges de Clabecq <sup>(56)</sup>: il tentativo di salvataggio di quest'impresa da parte dello Stato belga è stato ritenuto dalla Commissione incompatibile con il mercato interno nel dicembre 1996. L'impresa è stata allora dichiarata in fallimento nel gennaio 1997.
- (348) Questa situazione ha portato il gruppo Duferco a rilevare una serie di siti siderurgici valloni con il sostegno finanziario della regione Vallonia, prima attraverso la SOGEPa e poi dal 2003 tramite la FSIH. Nel 1999 Duferco ha rilevato dal gruppo Hoogovens le Usines Gustave Boël di La Louvière, sempre con il sostegno della regione Vallonia (conversione di un credito di 12,5 milioni di EUR in 25 % del capitale e prestito di 25,3 milioni di EUR) <sup>(57)</sup>. Successivamente, dopo l'annuncio nel febbraio 2001 dell'intenzione del presidente del gruppo Usinor-Sacilor di mettere fine alle attività della linea a caldo di Cockerill Sambre a Charleroi, sono state avviate trattative tra Usinor-Cockerill Sambre, il gruppo Duferco e la SOGEPa con l'obiettivo principale di creare una società comune di produzione di bramme, la cui struttura industriale sarebbe stata costituita dagli attuali impianti di Cockerill Sambre a Charleroi e dalle attrezzature provenienti da Duferco Clabecq. Nel 2002 Duferco ha quindi ripreso la fase a caldo di Charleroi, diventata Carsid, in collaborazione con Usinor, ancora una volta con il sostegno della regione Vallonia (partecipazione della SOGEPa nel capitale di Carsid per 20 milioni di EUR, successivamente ridotta a 9 milioni di EUR dopo la decisione di avvio del procedimento previsto all'articolo 6, paragrafo 5, della decisione n. 2496/96/CECA).
- (349) La Commissione osserva che la FSIH è stata istituita nel marzo 2003, ovvero durante l'indagine condotta dalla Commissione in seguito alla decisione di avviare il procedimento di indagine formale il 3 aprile 2002 sulla partecipazione finanziaria della regione Vallonia nell'impresa Carsid. Questo procedimento si è concluso il 15 ottobre 2003 <sup>(58)</sup> con la decisione negativa della Commissione, che ha dichiarato che non può essere considerato pari passu un investimento in una nuova società quando l'azionista pubblico è il solo ad assumersi un rischio nuovo, mentre l'azionista privato non fa che trasferire un'attività o un progetto esistente all'interno della nuova società. La Commissione nota che gli interventi della regione Vallonia a favore di Duferco hanno consentito in più occasioni di ritardare adeguamenti socialmente difficili, ma economicamente necessari, per la siderurgia della Vallonia. Questo comportamento, motivato da considerazioni regionali, sociali e di tutela dell'occupazione a scapito della razionalizzazione e dell'ammodernamento dell'industria siderurgica, non può essere considerato tipico di un investitore privato.
- (350) La Commissione osserva peraltro che il comportamento d'investimento della FSIH non corrisponde a quello di un investitore prudente operante in un'economia di mercato. Nella fattispecie, il comportamento della FSIH deve essere paragonato a quello di un gestore di fondi d'investimento, ma, vista complessivamente, la politica d'investimento seguita dalla FSIH, evidenziata nel presente procedimento, non è tipica di un simile operatore di mercato. Per garantire la sua continuità, un fondo d'investimento deve diversificare i rischi all'interno del suo portafoglio d'investimento. Pur tenendo conto delle prestazioni e dell'orizzonte di redditività perseguiti, la diversificazione geografica e settoriale delle attività in portafoglio riduce la volatilità delle attività e, di conseguenza, il rischio d'investimento del portafoglio nel suo complesso. Questa diversificazione non deve necessariamente essere estrema, ma nella fattispecie la FSIH ha concentrato tutti i suoi investimenti su una sola società.
- (351) Orbene, investendo esclusivamente nel gruppo Duferco, l'esposizione al rischio della FSIH era massima in quanto il rendimento del suo investimento dipendeva dal successo o dal fallimento di una sola impresa. Ne consegue che il comportamento d'investimento della FSIH, considerato complessivamente, fornisce un'ulteriore indicazione della non conformità delle operazioni della FSIH al criterio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato.
- (352) Alla luce di quanto precede, la Commissione conclude che nessuna delle misure in esame è conforme al principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato. In tutti i casi le condizioni degli interventi hanno conferito un vantaggio alle varie entità interessate del gruppo Duferco. Queste misure costituiscono pertanto aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE.
- (353) L'importo complessivo degli aiuti ammonta pertanto in linea di principio a 211,43 milioni di EUR.

<sup>(55)</sup> Decisione della Commissione del 25 novembre 1997 nella causa N 680/97, Belgio — Partecipazione finanziaria della Regione Vallonia nell'impresa «Duferco Belgique SA».

<sup>(56)</sup> Decisione della Commissione del 18 dicembre 1996 nella causa 97/271/CECA, Belgio/Forges de Clabecq (acciaio CECA).

<sup>(57)</sup> Decisione della Commissione del 26 maggio 1999 nella causa N246/99, Belgio — Partecipazione finanziaria delle autorità pubbliche belghe a favore dell'impresa HUGB (acciaio CECA).

<sup>(58)</sup> Decisione 2005/137/CE.

## 8. COMPATIBILITÀ DEGLI AIUTI CON IL MERCATO INTERNO

- (354) Il divieto degli aiuti di Stato non è assoluto, né incondizionato. In particolare, i paragrafi 2 e 3 dell'articolo 107 del TFUE costituiscono basi giuridiche che permettono di considerare alcuni aiuti compatibili con il mercato interno.
- (355) Nella loro risposta alla decisione di avvio le autorità belghe non hanno invocato nessun motivo relativo alla compatibilità delle misure in esame.
- (356) La Commissione osserva che nella fattispecie le deroghe del paragrafo 2 dell'articolo 107 del TFUE non sono chiaramente applicabili. Tra le deroghe del paragrafo 3 del suddetto articolo, solo le lettere a) e c) potrebbero essere utili. La lettera a) stabilisce infatti che possono considerarsi compatibili con il mercato interno gli aiuti destinati a favorire lo sviluppo economico delle regioni ove il tenore di vita sia anormalmente basso oppure si abbia una grave forma di sottoccupazione. La lettera c) prevede invece che possono considerarsi compatibili con il mercato interno gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse.
- (357) Tuttavia, nessun orientamento o testo di riferimento della Commissione sui criteri di compatibilità in materia di aiuti di Stato sembra applicabile al caso di specie.
- (358) Infatti, dopo la scadenza del trattato CECA il 23 luglio 2002, la Commissione ha adottato diversi orientamenti o comunicazioni volti a mantenere il divieto degli aiuti regionali agli investimenti e degli aiuti al salvataggio e alla ristrutturazione a favore dell'industria siderurgica.
- (359) Ad esempio, gli orientamenti in materia di aiuti di Stato a finalità regionale per il periodo 2007-2013 <sup>(59)</sup>, periodo nel quale la FSIH ha concesso gli aiuti in esame, escludono espressamente dal loro campo di applicazione, al punto 8, gli aiuti regionali a favore della siderurgia e confermano la loro incompatibilità con il mercato interno.
- (360) Parimenti, la comunicazione sugli aiuti nell'industria siderurgica <sup>(60)</sup>, in vigore fino al 31 dicembre 2009, indica che gli aiuti al salvataggio e alla ristrutturazione di imprese in difficoltà nell'industria siderurgica non sono compatibili con il mercato interno. Sono ammessi, in determinate condizioni, solo gli aiuti destinati a finanziare le indennità versate dalle imprese siderurgiche ai dipendenti soggetti a provvedimenti di riduzione del personale o di pensionamento anticipato e gli aiuti a favore delle imprese che cessano definitivamente l'attività di produzione siderurgica. La finalità degli aiuti concessi dalla FSIH non corrisponde a nessuna delle due categorie di aiuto succitate. Gli aiuti sono stati utilizzati al contrario per finanziare investimenti.
- (361) Per quanto riguarda l'eventuale compatibilità dell'aiuto concesso a SIF ai sensi della comunicazione del 2009, la Commissione ritiene che essa non sia applicabile alla società in questione. Infatti, il punto 4.4.2 della comunicazione del 2009 riguardava le imprese con difficoltà a reperire finanziamenti nella situazione di mercato esistente tra dicembre 2008 e dicembre 2010, ma dalle osservazioni di SIF non emerge che quest'ultima fosse in tali difficoltà. La Commissione ritiene pertanto che SIF non rispondesse alle condizioni di ammissibilità previste dalla comunicazione del 2009; l'aiuto non può quindi essere ritenuto compatibile con il mercato interno.
- (362) Infine, gli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà <sup>(61)</sup>, in vigore fino al 30 luglio 2014, confermano al punto 18 l'esclusione della siderurgia dal loro campo di applicazione.
- (363) Alla luce di quanto precede, la Commissione conclude che le sei misure di aiuto in esame sono incompatibili con il mercato interno.

## 9. RECUPERO DEGLI AIUTI INCOMPATIBILI CON IL MERCATO INTERNO

- (364) Conformemente alle disposizioni del TFUE e alla giurisprudenza costante della Corte, la Commissione, qualora abbia accertato l'incompatibilità di un aiuto col mercato interno, è competente a decidere che lo Stato interessato deve abolire o modificare tale aiuto <sup>(62)</sup>. La Corte ha inoltre stabilito in più occasioni che l'obbligo imposto a uno Stato membro, con decisione della Commissione, di abolire un aiuto incompatibile con il mercato interno mira a ripristinare lo status quo ante <sup>(63)</sup>.

<sup>(59)</sup> GU C 54 del 4.3.2006, pag. 13.

<sup>(60)</sup> GU C 70 del 19.3.2002, pag. 21.

<sup>(61)</sup> GU C 244 dell'1.10.2004, pag. 2.

<sup>(62)</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 12 luglio 1973, Commissione/Germania, C-70/72, ECLI:EU:C:1973:87, punto 13.

<sup>(63)</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 14 settembre 1994, Spagna/Commissione, C-278/92, C-279/92 e C-280/92, ECLI:EU:C:1994:325, punto 75.

- (365) In tale contesto, la Corte ha stabilito che l'obiettivo è raggiunto quando il beneficiario ha rimborsato gli importi concessi a titolo di aiuti illegittimi. Con questa restituzione, il beneficiario è privato del vantaggio di cui aveva fruito sul mercato rispetto ai suoi concorrenti e la situazione esistente prima della corresponsione dell'aiuto è ripristinata <sup>(64)</sup>.
- (366) Secondo l'articolo 16, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2015/1589 del Consiglio <sup>(65)</sup>, «[n]el caso di decisioni negative relative a casi di aiuti illegali la Commissione adotta una decisione con la quale impone allo Stato membro interessato di adottare tutte le misure necessarie per recuperare l'aiuto dal beneficiario [...]».
- (367) Pertanto, dal momento che le misure in questione sono state attuate in violazione dell'articolo 108 del TFUE e devono essere considerate aiuti illegali e incompatibili con il mercato interno, esse devono essere recuperate per ripristinare la situazione esistente sul mercato prima della loro concessione.
- (368) Nella fattispecie, gli aiuti sono stati concessi alle seguenti imprese: DII (misura 1), [la società che all'epoca controllava DPH] (misura 2), DSIH (misura 3), [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] — diventata [...] — (misura 4), SIF (misura 5) e DLP (misura 6), tutte controllate del gruppo Duferco in vari paesi. Queste imprese o i loro eventuali successori legali sono tenuti a rimborsare gli aiuti indebitamente ricevuti.
- (369) Il recupero deve inoltre interessare l'intero periodo nel quale è stato conferito un vantaggio ai beneficiari, ovvero dal momento della concessione dell'aiuto a ciascun beneficiario fino al suo recupero effettivo, alla luce dei criteri di definizione del vantaggio economico e dei principi di calcolo di cui alle sezioni da 7.1.4.1 a 7.1.4.5. Nell'ambito dell'obbligo di leale cooperazione che incombe al Belgio nel quadro del procedimento di recupero, l'importo dell'aiuto concesso a [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] — diventata [...] — e a SIF dovrà essere stabilito con maggiore precisione nel corso del procedimento in base agli elementi che saranno forniti dal Belgio e tenendo conto, soprattutto per gli aiuti sotto forma di prestiti, delle effettive date di versamento o di rimborso e di ogni altra circostanza rilevante che le autorità belghe presenteranno. In ogni caso, gli importi da recuperare tengono conto degli interessi dovuti fino al momento del rimborso effettivo.

## 10. CONCLUSIONE

- (370) La Commissione constata che il Belgio ha illegalmente dato esecuzione alle misure di aiuto in questione in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3, del TFUE. La Commissione ritiene che tutte le misure in esame costituiscano aiuti di Stato incompatibili con il mercato interno.

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

### *Articolo 1*

Le seguenti misure, cui il Belgio ha dato illegalmente esecuzione in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, costituiscono aiuti di Stato incompatibili con il mercato interno.

- a) vendita della partecipazione in Duferco US Investment Corporation a favore di Duferco Industrial Investment per 11 581 700 EUR;
- b) vendita della partecipazione in Duferco Participations Holding Limited a favore di [la società che all'epoca controllava DPH] per 20 362 464 EUR;
- c) acquisizione di partecipazione in Duferco Salvage Investments Holding a favore di quest'ultima per [65-72 milioni] EUR;
- d) prestito a favore di [la società che all'epoca era a capo del gruppo Duferco] per un importo in linea di principio pari a 2 082 723 EUR, nella misura in cui il tasso d'interesse applicato al prestito è inferiore al 3,502 %;
- e) prestito a favore di Steel Invest & Finance per un importo in linea di principio pari a 10 413 639 EUR, nella misura in cui il tasso d'interesse applicato al prestito è inferiore al 4,302 %;
- f) acquisizione di partecipazione in Duferco Long Products a favore di quest'ultima per 100 000 000 EUR.

<sup>(64)</sup> Sentenza della Corte di giustizia del 17 giugno 1999, Belgio/Commissione, C-75/97, ECLI:EU:C:1999:311, punti 64 e 65.

<sup>(65)</sup> Regolamento (UE) 2015/1589 del Consiglio, del 13 luglio 2015, recante modalità di applicazione dell'articolo 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (GUL 248 del 24.9.2015, pagg. 9-29).

*Articolo 2*

1. Il Belgio è tenuto a farsi rimborsare dai diretti beneficiari o dai loro successori legali gli aiuti incompatibili concessi di cui all'articolo 1.
2. Le somme da recuperare producono interessi a decorrere dalla data in cui sono stati messi a disposizione dei beneficiari fino al loro recupero effettivo.
3. Gli interessi vengono calcolati secondo il regime dell'interesse composto, conformemente al capo V del regolamento (CE) n. 794/2004 della Commissione <sup>(66)</sup>.

*Articolo 3*

1. Il recupero degli aiuti di cui all'articolo 1 è immediato ed effettivo.
2. Il Belgio garantisce l'attuazione della presente decisione entro quattro mesi dalla data della sua notifica.

*Articolo 4*

1. Entro due mesi dalla data di notifica della presente decisione, il Belgio comunica alla Commissione le seguenti informazioni:
  - a) l'importo complessivo (capitale e interessi) che deve essere recuperato presso ogni beneficiario;
  - b) una descrizione dettagliata delle misure già adottate e previste per conformarsi alla presente decisione;
  - c) i documenti che comprovino che ai beneficiari è stato ordinato di rimborsare l'aiuto.
2. Il Belgio informa la Commissione dei progressi delle misure nazionali adottate per l'attuazione della presente decisione fino al completo recupero degli aiuti di cui all'articolo 1. Ess trasmette immediatamente, su semplice richiesta della Commissione, le informazioni relative alle misure già adottate e previste per conformarsi alla presente decisione. Esso fornisce inoltre informazioni dettagliate riguardo all'importo degli aiuti e degli interessi già recuperati presso i beneficiari.

*Articolo 5*

Il Regno del Belgio è destinatario della presente decisione.

Fatto a Bruxelles, il 20 gennaio 2016

*Per la Commissione*  
Margrethe VESTAGER  
*Membro della Commissione*

---

<sup>(66)</sup> Regolamento (CE) n. 794/2004 della Commissione, del 21 aprile 2004, recante disposizioni di esecuzione del regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE (GU L 140 del 30.4.2004, pag. 1).