



## Raccolta della giurisprudenza

SENTENZA DEL TRIBUNALE (Sesta Sezione)

15 settembre 2016\*

«Aiuti di Stato — Settore bancario — Aiuto concesso alla banca danese FIH, sotto forma di trasferimento delle attività che hanno subito una riduzione di valore a una nuova controllata e di loro ulteriore riacquisizione da parte dell'organismo danese incaricato di garantire la stabilità finanziaria — Aiuti di Stato in favore delle banche in periodo di crisi — Decisione che dichiara l'aiuto compatibile con il mercato interno — Nozione di aiuto — Criterio dell'investitore privato — Criterio del creditore privato — Calcolo dell'importo dell'aiuto — Obbligo di motivazione»

Nella causa T-386/14,

**FIH Holding A/S**, con sede a Copenaghen (Danimarca),

**FIH Erhvervsbank A/S**, con sede a Copenaghen,

rappresentate da O. Koktvedgaard, avvocato,

ricorrenti,

contro

**Commissione europea**, rappresentata da L. Flynn e P.-J. Loewenthal, in qualità di agenti,

avente ad oggetto una domanda fondata sull'articolo 263 TFUE e diretta all'annullamento della decisione 2014/884/UE della Commissione, dell'11 marzo 2014, relativa all'aiuto di Stato SA.34445 (12/C) al quale la Danimarca ha dato esecuzione per il trasferimento di attività patrimoniali da FIH a FSC (GU 2014, L 357, pag. 89),

IL TRIBUNALE (Sesta Sezione),

composto da S. Frimodt Nielsen, presidente, F. Dehousse e A.M. Collins (relatore), giudici,

cancelliere: L. Grzegorzcyk, amministratore

vista la fase scritta del procedimento e in seguito all'udienza del 25 febbraio 2016,

ha pronunciato la seguente

\* Lingua processuale: l'inglese.

## Sentenza

### Fatti

#### *Contesto generale*

- 1 Una delle due ricorrenti, la FIH Erhvervsbank A/S (in prosieguo: la «FIH»), è una società di capitali costituita ai sensi della legislazione danese in materia bancaria e sottoposta al controllo delle autorità bancarie danesi. La FIH e le sue controllate sono interamente detenute dall'altra ricorrente, la FIH Holding A/S (in prosieguo: la «FIH Holding»).
- 2 Come altre banche, la FIH ha beneficiato di determinate misure adottate dal Regno di Danimarca per la stabilità del proprio settore bancario. Nel giugno 2009, la FIH ha ricevuto un apporto di capitale ibrido di classe 1 pari a 1,9 miliardi di corone danesi (DKK) (circa 225 milioni di euro), ai sensi della legge danese sugli aumenti di capitale finanziati dallo Stato. Tale legge era stata approvata dalla Commissione europea come regime di aiuti compatibile con il mercato interno con la decisione C(2009) 776 definitivo, del 7 febbraio 2009, relativa al regime d'aiuto di Stato N31a/2009 – Danimarca. Secondo tale decisione, il regime di aiuti era destinato alle banche fondamentalmente sane e solventi.
- 3 Nel luglio 2009, il Regno di Danimarca ha fornito alla FIH una garanzia statale per un importo pari a 50 miliardi di DKK (circa 6,31 miliardi di euro), in forza della legge danese sulla stabilità finanziaria. Anche tale legge era stata approvata in quanto regime di aiuti compatibile con il mercato interno dalla decisione C(2009) 776 definitivo. La FIH ha utilizzato la totalità di tale garanzia per emettere obbligazioni. Al 31 dicembre 2011, l'importo delle obbligazioni emesse dalla FIH e garantite dallo Stato danese era pari a 41,7 miliardi di DKK (circa 5,56 miliardi di euro), ossia il 49,94% del bilancio della FIH. Tali obbligazioni dovevano scadere nel 2012 e nel 2013.
- 4 Tra il 2009 e il 2011 l'agenzia di rating Moody's ha declassato la FIH, che è passata da A2 a B1, con outlook negativo.
- 5 Per far fronte ai problemi di liquidità dovuti alla struttura delle scadenze delle obbligazioni, è risultato necessario procedere a una sostanziale riduzione del bilancio della FIH. Il 6 marzo 2012, il Regno di Danimarca ha quindi notificato alla Commissione un pacchetto di misure. Tale pacchetto prevedeva due fasi.
- 6 Durante la prima fase, gli attivi più problematici (in particolare i prestiti immobiliari e i prodotti derivati) sarebbero stati trasferiti in una nuova controllata della FIH Holding, la NewCo. Le passività iniziali della NewCo erano costituite da due prestiti che le erano stati concessi dalla FIH e da capitale proprio pari a 2 miliardi di DKK (circa 268 milioni di euro). In tale contesto, anche la Financial Stability Company (in prosieguo: la «FSC»), ente pubblico creato dalle autorità danesi nell'ambito della crisi finanziaria, ha concesso alla NewCo un finanziamento pari agli importi necessari a rifinanziare le sue attività (ossia 13 miliardi di DKK), affinché la FIH rimborsasse i suoi prestiti garantiti dallo Stato.
- 7 Durante la seconda fase, la FSC avrebbe proceduto all'acquisizione delle partecipazioni della NewCo, la quale sarebbe stata poi liquidata in bonis.

- 8 La FIH Holding e la FSC hanno concluso vari accordi accessori relativi alla situazione della NewCo durante tale processo di liquidazione. In particolare, la FIH Holding ha fornito alla FSC una garanzia illimitata sulle perdite, assicurando a quest'ultima il recupero della totalità degli importi che essa avrebbe versato e degli apporti di capitale che essa avrebbe erogato alla NewCo. La FSC ha accettato di finanziare e di ricapitalizzare la NewCo durante la sua liquidazione, se ciò fosse stato necessario.
- 9 Con la sua decisione C(2012) 4427 final, del 29 giugno 2012, relativa all'aiuto di Stato SA.34445 (12/C) (ex 2012/N) – Danimarca, la Commissione ha considerato che le misure notificate costituissero un aiuto di Stato a favore della NewCo e del gruppo FIH. Essa ha, ciononostante, provvisoriamente approvato il pacchetto di misure per ragioni di stabilità finanziaria per un periodo di sei mesi o, se il Regno di Danimarca avesse presentato un piano di ristrutturazione durante tale periodo, fino a che esso non avrebbe adottato la decisione finale in merito a tale punto.
- 10 Con la stessa decisione, la Commissione ha avviato un procedimento di indagine formale vertente su tali misure. Essa ha sollevato dubbi in particolare riguardo alla loro proporzionalità e alla loro limitazione al minimo necessario. Essa si è altresì chiesta se il contributo proprio del gruppo FIH fosse adeguato e se le distorsioni della concorrenza fossero sufficientemente limitate.
- 11 Il 2 luglio 2012, la FIH ha rimborsato al Regno di Danimarca il capitale ibrido di classe 1 per un importo pari a 1,9 miliardi di DKK (circa 225 milioni di euro) che essa aveva ricevuto nel 2009. La FSC è stata in grado, quindi, di finanziare quasi tutto l'importo di 2 miliardi di DKK, necessario all'acquisizione della NewCo, grazie al rimborso anticipato di tale capitale.
- 12 Il 4 gennaio 2013, il regno di Danimarca ha presentato un piano di ristrutturazione della FIH, la cui versione finale è datata 24 giugno 2013.
- 13 Il 3 ottobre 2013, il Regno di Danimarca ha trasmesso un insieme di proposte di impegno, la cui versione finale è datata 3 febbraio 2014, per rispondere alle preoccupazioni espresse dalla Commissione nell'ambito del procedimento d'indagine.

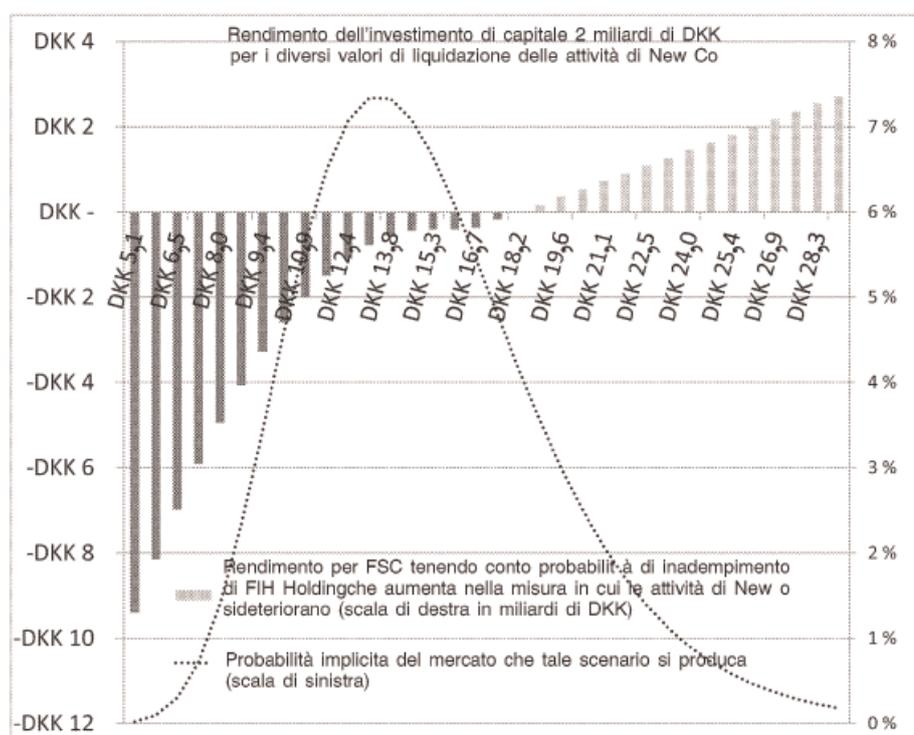
#### *Decisione impugnata*

- 14 Il 12 marzo 2014, la Commissione ha notificato al Regno di Danimarca la sua decisione 2014/884/UE, dell'11 marzo 2014, relativa all'aiuto di Stato SA.34445 (12/C) al quale la Danimarca ha dato esecuzione per il trasferimento di attività patrimoniali da FIH a FSC (GU 2014, L 357, pag. 89, in prosieguo: la «decisione impugnata»). L'aiuto in discussione è stato dichiarato compatibile con il mercato interno ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera b), TFUE, tenuto conto del piano di ristrutturazione e degli impegni presentati.
- 15 Secondo la decisione impugnata, le misure a favore della FIH costituivano un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE.
- 16 In primo luogo, la Commissione ha rilevato che le misure di cui trattasi coinvolgevano risorse statali, poiché erano finanziate direttamente dalla FSC, una società pubblica che utilizzava fondi pubblici. Anzitutto, la FSC aveva conferito 2 miliardi di DKK (circa 268 milioni di euro) in denaro per l'acquisizione delle partecipazioni della NewCo. Poi, la FSC si era impegnata a finanziare le attività della NewCo, mentre la FIH rimborsava i suoi prestiti garantiti dallo Stato (v. supra, punto 6). Infine, la FSC aveva rinunciato a una parte degli interessi dovuti per pagare la garanzia contro le perdite della NewCo ricevuta dalla FIH Holding (v. supra, punto 8).
- 17 In secondo luogo, la Commissione ha ritenuto che le misure conferissero un vantaggio al gruppo FIH. Essa ha considerato che, contrariamente a ciò che le autorità danesi facevano valere, tali misure non rispettassero il principio dell'operatore privato in economia di mercato. A tale riguardo, la

decisione impugnata indica, mediante un grafico, il valore attuale netto (il «VAN» o «net present value») dell'accordo di acquisizione delle partecipazioni, per i diversi valori della liquidazione degli attivi della NewCo, che va dai 5,1 miliardi di DKK ai 28,3 miliardi di DKK. La probabilità che ciascuno degli scenari si verifichi è indicata dalla linea tratteggiata che va da 0,1% a 7,5%. Secondo la Commissione, negli scenari più probabili, il rendimento è lievemente negativo.

- 18 Ai sensi della decisione controversa, il rendimento atteso («expected return») delle misure di cui trattasi dipende dalle entrate future derivanti dai flussi di cassa, che devono essere riportate secondo il loro valore attuale, ossia il «VAN», utilizzando un tasso di attualizzazione («discount rate») adeguato.

Grafico 1  
 Valore attuale netto della misura per FSC



- 19 La conclusione della decisione impugnata è, quindi, che, secondo il calcolo dell'esperto esterno della Commissione, il VAN medio complessivo, ponderato in funzione della probabilità («overall probability-weighted average NPV»), dell'accordo di acquisizione delle partecipazioni è pari a 726 milioni di DKK. Di conseguenza, l'accordo di acquisizione delle partecipazioni comporta per la FSC una perdita anziché un profitto. Inoltre, un operatore privato in economia di mercato avrebbe richiesto una remunerazione del capitale proprio pari almeno al 10% l'anno su un simile investimento di 2 miliardi di DKK (circa 268 milioni di euro), il che avrebbe consentito di ottenere circa 1,33 miliardi di DKK nel periodo di esistenza di sette anni della NewCo.
- 20 In terzo luogo, la Commissione ha rilevato che le misure riguardavano unicamente il gruppo FIH e la NewCo e che esse erano, pertanto, selettive.
- 21 In quarto luogo, la Commissione ha considerato che le misure fossero tali da creare distorsioni della concorrenza e produrre effetti sul commercio tra gli Stati membri.

- 22 Secondo i calcoli della Commissione, suffragati da relazioni peritali esterne, l'importo dell'aiuto era pari a circa 2,25 miliardi di DKK (vale a dire circa 300 milioni di euro). Per quantificare l'importo dell'aiuto, la Commissione ha tenuto conto dei seguenti elementi:
- il beneficio legato alla formula dell'accordo di acquisizione delle partecipazioni (0,73 miliardi di DKK), in ragione di una partecipazione solamente del 25% all'aumento del valore del capitale su un periodo di investimento di sette anni (secondo la Commissione, un investimento azionario diretto comporterebbe una partecipazione al 100% al rendimento del capitale).
  - la mancata remunerazione annuale per il capitale proprio su un periodo d'investimento di sette anni (1,33 miliardi di DKK);
  - il pagamento da parte della NewCo degli interessi eccedenti sul primo prestito alla FIH e sul finanziamento iniziale (0,33 miliardi di DKK);
  - il pagamento degli oneri amministrativi eccedenti alla FIH per le attività di gestione degli attivi e di copertura (0,14 miliardi di DKK).
- 23 Come fattore attenuante, la Commissione ha ritenuto che l'annullamento anticipato delle garanzie statali pari a 0,28 miliardi di DKK dovesse essere dedotto dall'importo dell'aiuto.
- 24 Per quanto riguarda la compatibilità dell'aiuto, la Commissione ha esaminato la misura ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera b), TFUE e alla luce della comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario (GU 2009, C 72, pag. 1; in prosieguo: la «comunicazione sulle attività che hanno subito una riduzione di valore»), nonché della comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2012, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (GU 2011, C 356, pag. 7; in prosieguo: la «comunicazione sulle ristrutturazioni»).
- 25 A tale proposito, la Commissione ha rilevato che la remunerazione richiesta per il capitale dipendeva dall'effetto netto di alleggerimento prodotto dai requisiti patrimoniali delle misure. Essa ha valutato che l'effetto lordo delle misure di sostegno del capitale fosse pari a 375 milioni di DKK e che il valore di trasferimento equivalente superasse di 254 milioni di DKK il valore economico reale, somma che doveva essere remunerata e recuperata. Inoltre, dovevano essere recuperati 143,2 milioni di DKK di commissioni eccedenti.
- 26 Secondo la Commissione, il pagamento anticipato di 254 milioni di DKK (con data di valuta 1° marzo 2012) ha ridotto l'effetto netto delle misure di sostegno del capitale da 375 milioni di DKK a 121 milioni di DKK. Pertanto, un premio una tantum di 310,25 milioni di DKK con data di valuta 30 settembre 2013 cui si aggiunga un pagamento annuale di 12,1 milioni di DKK (corrispondente a una remunerazione annuale del 10% dell'effetto delle misure a sostegno del capitale), oltre al recupero degli oneri amministrativi eccedenti, renderebbero le misure in linea con la comunicazione sulle attività che hanno subito una riduzione di valore.
- 27 Sulla base di questi diversi elementi, la Commissione ha considerato che le misure fossero proporzionate, limitate al minimo e che comprendessero un contributo proprio sufficiente da parte della FIH, conformemente alla comunicazione sulle attività che hanno subito una riduzione di valore.
- 28 La Commissione ha poi verificato la compatibilità delle misure con la comunicazione sulle ristrutturazioni. Essa ha così ritenuto che fosse stato fornito un piano di ristrutturazione completo, in grado di dimostrare che la FIH avrebbe ripristinato la sua redditività a lungo termine senza l'aiuto di Stato. Peraltro, secondo la Commissione, il piano di ristrutturazione garantiva l'adeguata condivisione degli oneri e consentiva di attenuare in misura sufficiente le distorsioni della concorrenza.

29 Alla luce di quanto precede, la decisione impugnata ha dichiarato l'aiuto compatibile con il mercato interno.

### **Procedimento e conclusioni delle parti**

30 Con atto introduttivo depositato presso la cancelleria del Tribunale il 24 maggio 2014, le ricorrenti hanno proposto il presente ricorso.

31 Le ricorrenti chiedono che il Tribunale voglia:

- annullare la decisione impugnata;
- condannare la Commissione alle spese.

32 La Commissione chiede che il Tribunale voglia:

- respingere il ricorso, in quanto in parte irricevibile e in parte infondato;
- condannare le ricorrenti alle spese.

33 Su proposta del giudice relatore, il Tribunale ha deciso di avviare la fase orale del procedimento e, nell'ambito delle misure di organizzazione del procedimento previste dall'articolo 89, paragrafo 3, lettera a), del regolamento di procedura del Tribunale, ha invitato le parti a rispondere per iscritto ad alcuni quesiti. Le parti hanno risposto a tali quesiti entro i termini impartiti.

34 Le difese orali delle parti e le loro risposte ai quesiti del Tribunale sono state sentite all'udienza del 25 febbraio 2016.

### **In diritto**

35 A sostegno del ricorso, le ricorrenti deducono tre motivi, vertenti, il primo, sulla violazione dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, in quanto la decisione impugnata non avrebbe applicato correttamente il principio dell'operatore privato in economia di mercato; il secondo, sugli errori nel calcolo dell'importo dell'aiuto di Stato e dell'aiuto incompatibile; il terzo, sulla violazione dell'obbligo di motivazione.

*Sul primo motivo, vertente sull'erronea applicazione del principio dell'operatore privato in economia di mercato.*

#### **Argomenti delle parti**

36 Con il primo motivo, le ricorrenti sostengono che la decisione impugnata viola l'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, nella parte in cui la Commissione ha dichiarato che le misure non erano conformi al principio dell'operatore privato in economia di mercato. Secondo le ricorrenti, essa ha erroneamente considerato che il trasferimento degli attivi costituisca un aiuto di Stato, dal momento che nessun operatore in economia di mercato avrebbe investito in condizioni simili.

37 A tale proposito, la Commissione avrebbe omesso di prendere in considerazione il rischio preesistente per il Regno di Danimarca di subire danni considerevoli per quanto riguarda l'apporto di capitale ibrido di classe 1 pari a 1,9 miliardi di DKK (circa 225 milioni di euro) e le obbligazioni immesse nel

mercato dalla FIH e garantite dallo Stato per un importo pari a 42 miliardi di DKK. Secondo le ricorrenti, il trasferimento degli attivi era volto ad eliminare il rischio per la FIH di dover affrontare problemi di liquidità o di essere essa stessa liquidata.

- 38 Le ricorrenti rilevano che, secondo le stime effettuate da un consulente esterno nel giugno 2012, il Regno di Danimarca rischiava di subire una perdita netta di 3,8 miliardi di DKK sulle obbligazioni garantite e di 1,9 miliardi di DKK sull'apporto di capitale ibrido di classe 1, in caso di stato di insolvenza della FIH. Pertanto, la perdita netta stimata renderebbe derisorio l'importo dell'aiuto di Stato, pari a 2,25 miliardi di DKK secondo i calcoli della Commissione.
- 39 Le ricorrenti aggiungono che, al momento del trasferimento degli attivi, il Regno di Danimarca si trovava di fronte a due scenari di rischio. In primo luogo, il rischio legato alle obbligazioni garantite dallo Stato e all'apporto di capitale ibrido, in caso di un eventuale stato di insolvenza della FIH. In secondo luogo, il rischio legato al trasferimento degli attivi stesso, derivante dalla possibilità che il portafoglio di attivi desse risultati peggiori del previsto. Tuttavia, ai sensi dell'accordo di trasferimento, tutte le perdite verificatesi in quest'ultima circostanza sarebbero state sopportate dalla FIH. Le ricorrenti contestano alla Commissione di non aver esaminato, nella decisione impugnata, se il trasferimento degli attivi avesse notevolmente diminuito (se non addirittura soppresso) il primo rischio, ossia quello legato allo stato di insolvenza della FIH.
- 40 Secondo le ricorrenti, anziché analizzare se, in circostanze analoghe, un operatore privato avrebbe concesso lo stesso finanziamento, la Commissione avrebbe dovuto prendere in considerazione il comportamento di un operatore privato che affronta gli stessi rischi del Regno di Danimarca. In realtà, un creditore privato non si ritroverebbe nella stessa posizione di un investitore privato che opera in condizioni normali in un'economia di mercato (in prosieguo: «l'investitore privato»), nel senso che il primo potrebbe ritrovarsi a dover accettare un'operazione che comporta delle perdite, qualora si trattasse di un modo per evitare perdite più consistenti.
- 41 Le ricorrenti sostengono che, considerando il rischio di subire le perdite di cui al punto 38 supra (vale a dire 5,7 miliardi di DKK), le condizioni del trasferimento degli attivi per la FIH non erano poi molto più vantaggiose rispetto a quelle che un operatore accorto in un'economia di mercato (ossia un creditore privato) avrebbe accettato.
- 42 Le ricorrenti fanno notare, per quanto riguarda l'esposizione al rischio da parte dello Stato, che l'apporto di capitale ibrido di classe 1 pari a 1,9 miliardi di DKK (circa 225 milioni di euro) alla FIH è stato sostituito da un investimento di capitale di 2 miliardi di DKK (circa 268 milioni di euro) nella NewCo. Inoltre, la FIH Holding avrebbe offerto una garanzia illimitata sulle perdite. Peraltro, mentre il capitale ibrido di classe 1 non era coperto in caso di fallimento della FIH, l'investimento di capitale a favore della NewCo sarebbe stato garantito mediante un pegno e una garanzia sulle perdite da parte della FIH. Esse aggiungono che la FIH aveva l'obbligo di utilizzare i 2 miliardi di DKK ottenuti dalla FSC per rimborsare le obbligazioni garantite dallo Stato, riducendo ulteriormente il rischio di quest'ultimo. Infine, esse rilevano che la FIH avrebbe dovuto distribuire un dividendo stimato a non meno del 90%, in caso di stato di insolvenza.
- 43 Le ricorrenti sostengono che anche un creditore privato avrebbe provato, allo stesso modo, a ridurre la sua esposizione di fronte ad un debitore che presenta difficoltà finanziarie. Alla luce di quanto precede, esse ritengono che il trasferimento degli attivi non costituisse un aiuto di Stato e che, quindi, la decisione impugnata debba essere annullata per violazione dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE.
- 44 La Commissione contesta gli argomenti delle ricorrenti.
- 45 Secondo la Commissione, le ricorrenti ignorano la distinzione operata dalla giurisprudenza tra l'applicabilità del principio dell'operatore privato in economia di mercato e la sua applicazione effettiva. Essa sostiene che tale principio deve essere applicato se lo Stato membro interessato ha agito

in qualità di operatore di mercato e non in qualità di potere pubblico. Per quanto concerne l'applicazione del principio, devono essere presi in considerazione unicamente i benefici e gli obblighi connessi alla posizione dello Stato nella sua qualità di azionista o di investitore, ad esclusione di quelli connessi alla sua qualità di potere pubblico.

- 46 Pertanto, la tesi delle ricorrenti sulla presa in considerazione delle eventuali perdite legate ai debiti preesistenti derivanti dall'apporto di capitale e dalle garanzie sarebbe contraria alla giurisprudenza. Le ricorrenti avrebbero trascurato il fatto che tali misure costituivano un aiuto di Stato a favore della FIH e che, quindi, scaturivano dall'azione dello Stato in qualità di potere pubblico. Di conseguenza, la Commissione non avrebbe potuto ritenere rilevante il rischio legato a tali perdite.
- 47 La Commissione considera, per gli stessi motivi, che le ricorrenti sostengono erroneamente che essa sia incorsa in un errore nel paragonare il comportamento dello Stato membro a quello di un investitore, anziché a quello di un creditore. Essa sottolinea che le ricorrenti non hanno menzionato altri debiti preesistenti in capo alla FIH nei confronti dello Stato in qualità di operatore di mercato.
- 48 Per quanto concerne lo scenario di rischio legato alla probabilità di inadempimento della FIH Holding, la Commissione afferma di godere di un ampio potere discrezionale allorché deve effettuare una valutazione economica complessa, come nel caso di specie. Essa aggiunge che, nell'ambito della garanzia illimitata contro le perdite offerta dalla FIH Holding, il rischio ad esso collegato era che le perdite eventualmente subite dalla FSC durante la liquidazione della NewCo (in particolare se essa avesse dovuto essere ricapitalizzata) fossero superiori rispetto a quelle che la FIH Holding sarebbe stata in grado di affrontare. Più il valore della liquidazione della NewCo fosse stato basso (e quindi più le perdite subite dalla FSC sarebbero state elevate), meno sarebbe stato probabile che la FIH Holding fosse in grado di onorare tutti gli obblighi derivanti da tale garanzia. La Commissione ha ritenuto che vi fosse una perdita prevedibile del 16% sull'insieme dei valori di liquidazione, il che corrisponde al tasso di inadempimento di un istituto finanziario valutato B1 da Moody's (ossia il rating della FIH al momento dell'approvazione delle misure). In conclusione, la Commissione sostiene di aver valutato correttamente il rischio di inadempimento della FIH Holding legato alla garanzia illimitata contro le perdite che essa ha concesso alla FSC.
- 49 Nella sua controreplica, la Commissione precisa che, avendo deciso che il principio dell'investitore privato era applicabile, essa se n'è avvalsa nella decisione impugnata.

#### Giudizio del Tribunale

- 50 Ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, salvo deroghe contemplate dai Trattati, sono incompatibili con il mercato interno, nella misura in cui incidano sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza.
- 51 La qualificazione di aiuto ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, richiede che sussistano tutti i presupposti previsti da tale disposizione. In primo luogo, deve trattarsi di un intervento dello Stato o attraverso risorse statali. In secondo luogo, tale intervento deve essere idoneo ad incidere sugli scambi tra Stati membri. In terzo luogo, esso deve concedere un vantaggio al suo beneficiario, favorendo talune imprese o talune produzioni. In quarto luogo, esso deve falsare o minacciare di falsare la concorrenza (sentenza del 17 maggio 2011, *Buczek Automotive/Commissione*, T-1/08, EU:T:2011:216, punto 66).
- 52 In particolare, per quanto riguarda l'esistenza di un vantaggio, si deve ricordare che la nozione di aiuto di Stato è più ampia di quella di sovvenzione, dato che essa vale a designare non solo prestazioni positive del genere delle sovvenzioni stesse, ma anche interventi statali che, in varie forme, alleviano

gli oneri che normalmente gravano sul bilancio di un'impresa e che, di conseguenza, senza essere sovvenzioni in senso stretto, ne hanno la natura e producono effetti identici (sentenza del 17 maggio 2011, Buczek Automotive/Commissione, T-1/08, EU:T:2011:216, punto 68).

- 53 Sempre secondo una giurisprudenza costante, l'articolo 107 TFUE non distingue gli interventi statali a seconda della loro causa o del loro scopo, bensì li definisce in funzione dei loro effetti (sentenza del 17 maggio 2011, Buczek Automotive/Commissione, T-1/08, EU:T:2011:216, punto 69).
- 54 È stato altresì dichiarato che, per valutare se una misura statale costituisca aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107 TFUE, si deve determinare se l'impresa beneficiaria riceva un vantaggio economico che non avrebbe ottenuto in condizioni normali di mercato (sentenza del 17 maggio 2011, Buczek Automotive/Commissione, T-1/08, EU:T:2011:216, punto 70).
- 55 Occorre ricordare che l'intervento dei poteri pubblici nel capitale di un'impresa, in qualsiasi forma, può costituire un aiuto di Stato quando vengano soddisfatte le condizioni indicate all'articolo 107 TFUE (sentenza del 6 marzo 2003, Westdeutsche Landesbank Girozentrale e Land Nordrhein-Westfalen/Commissione, T-228/99 e T-233/99, EU:T:2003:57, punto 244).
- 56 Per determinare se un tale intervento presenti il carattere di un aiuto di Stato, si deve valutare se, in circostanze simili, un investitore privato di dimensioni paragonabili agli enti che gestiscono il settore pubblico, avrebbe potuto essere indotto ad adottare la misura in questione. In particolare, è opportuno chiedersi se un investitore privato avrebbe realizzato l'operazione di cui trattasi alle medesime condizioni e, in caso di risposta negativa, esaminare a quali condizioni egli avrebbe potuto realizzarla. Il paragone tra il comportamento dell'investitore pubblico e privato deve essere fatto in considerazione dell'atteggiamento che avrebbe tenuto, all'atto della transazione di cui trattasi, un investitore privato, alla luce delle informazioni disponibili e degli sviluppi prevedibili a quel momento (v., in tal senso, sentenza del 6 marzo 2003, Westdeutsche Landesbank Girozentrale e Land Nordrhein-Westfalen/Commissione, T-228/99 e T-233/99, EU:T:2003:57, punti 245 e 246).
- 57 Occorre, tuttavia, precisare che quando si tratta di recuperare crediti pubblici, non si deve esaminare se gli enti pubblici interessati si siano comportati come investitori pubblici il cui intervento debba essere paragonato al comportamento di un investitore privato che persegue una politica strutturale, globale o di settore e che colloca capitali in funzione della loro capacità di produrre reddito a lungo termine. Tali enti devono, in realtà, essere paragonati a un creditore privato che cerchi di recuperare gli importi che gli sono dovuti da un debitore che versi in difficoltà finanziarie (sentenze del 29 giugno 1999, DM Transport, C-256/97, EU:C:1999:332, punti 24 e 25; del 24 gennaio 2013, Frucona Košice/Commissione, C-73/11 P, EU:C:2013:32, punto 72; dell'11 luglio 2002, HAMSA/Commissione, T-152/99, EU:T:2002:188, punto 167, e del 17 maggio 2011, Buczek Automotive/Commissione, T-1/08, EU:T:2011:216, punto 70).
- 58 Quando un'impresa, che deve affrontare un significativo peggioramento della sua situazione finanziaria, propone ai suoi creditori un accordo, o una serie di accordi, per la ristrutturazione del suo debito, al fine di risanare la propria situazione e di evitare la messa in liquidazione, ciascun creditore è indotto a operare una scelta tenendo conto, da un lato, dell'importo offertogli nell'ambito dell'accordo proposto, e, dall'altro, dell'importo che ritiene di poter recuperare al termine dell'eventuale liquidazione dell'impresa. La sua scelta è influenzata da una serie di fattori, come ad esempio la sua qualità di creditore ipotecario, privilegiato o ordinario, la natura e la portata delle eventuali garanzie che detiene, la sua valutazione delle possibilità di risanamento dell'impresa nonché il beneficio di cui godrebbe in caso di liquidazione. Se, ad esempio, succedesse che, nell'ipotesi della liquidazione di un'impresa, il valore di realizzo degli attivi permettesse di rimborsare solamente i crediti ipotecari e privilegiati, i crediti ordinari non avrebbero alcun valore. In una simile situazione, il fatto che un creditore ordinario accetti di rinunciare al rimborso di una parte importante del suo credito non costituirebbe un sacrificio significativo (sentenza dell'11 luglio 2002, HAMSA/Commissione, T-152/99, EU:T:2002:188, punto 168).

- 59 Occorre altresì ricordare che il solo fatto che un'impresa pubblica abbia già effettuato apporti di capitale qualificati come aiuti a favore della propria società controllata non esclude, in linea di principio, la possibilità che un ulteriore apporto di capitale possa essere qualificato come investimento che soddisfa il criterio dell'operatore privato in economia di mercato (sentenza del 15 settembre 1998, BP Chemicals/Commissione, T-11/95, EU:T:1998:199, punto 170).
- 60 Infine, il criterio dell'investitore privato non costituisce un'eccezione applicabile unicamente su richiesta di uno Stato membro. Tale criterio, laddove applicabile, figura tra gli elementi che la Commissione deve prendere in considerazione al fine di accertare l'esistenza di un aiuto (sentenza del 5 giugno 2012, Commissione/EDF, C-124/10 P, EU:C:2012:318, punto 103). Conseguentemente, qualora risulti applicabile il criterio dell'investitore privato, spetta alla Commissione chiedere allo Stato membro interessato di fornirle tutte le informazioni pertinenti che le consentano di verificare se le condizioni di applicabilità e di applicazione del criterio medesimo siano soddisfatte (sentenze del 5 giugno 2012, Commissione/EDF, C-124/10 P, EU:C:2012:318, punto 104, e del 3 aprile 2014, Commissione/Paesi Bassi e ING Groep, C-224/12 P, EU:C:2014:213, punto 33).
- 61 È alla luce di tali principi che occorre esaminare il primo motivo, vertente sulla questione di stabilire se la Commissione abbia applicato un criterio di verifica adeguato al fine di valutare la sussistenza dell'aiuto nel caso di specie. Secondo le ricorrenti, la Commissione avrebbe dovuto, in sostanza, applicare al comportamento del Regno di Danimarca il principio del creditore in economia di mercato, così da tenere in considerazione il rischio di perdite finanziarie in assenza delle misure di cui trattasi. La Commissione sostiene, invece, di aver applicato il criterio di verifica corretto, ossia il principio dell'investitore privato. Essa contesta gli argomenti delle ricorrenti, facendo valere che gli eventuali debiti preesistenti nei confronti del Regno di Danimarca derivanti dall'apporto di capitale e dalle garanzie non possono essere presi in considerazione, poiché quest'ultimo, nell'adottare tali misure che costituivano aiuti, aveva agito in qualità di pubblica autorità. A tale riguardo, occorre rilevare che, anche se la decisione impugnata tace sulle ragioni che hanno spinto la Commissione ad ignorare le misure adottate nel 2009 nella sua analisi delle misure notificate nel 2012, la Commissione precisa nelle sue memorie che il motivo risiedeva nel fatto che le misure del 2009 costituivano aiuti di Stato.
- 62 Pertanto, spetta al Tribunale stabilire se, nell'ambito dell'esame delle misure notificate nel 2012, la Commissione fosse tenuta a prendere in considerazione il fatto che il Regno di Danimarca dovesse affrontare taluni rischi derivanti dall'apporto di capitale e dalle garanzie concesse nel 2009, come sostengono le ricorrenti, o se, come afferma la Commissione, essa potesse ignorare tale circostanza.
- 63 È logico ritenere che un operatore economico ragionevole avrebbe tenuto conto della sua esposizione al rischio derivante dall'apporto di capitale e dalla garanzia concessi a una società, che si troverà poi in difficoltà finanziaria, al fine di determinare se sarebbe stato opportuno per lui non agire e lasciare che eventualmente il rischio si concretizzasse o se, invece, sarebbe stato prudente adottare talune misure per evitare la concretizzazione di tale rischio. Una decisione di questo tipo sarebbe stata presa alla luce delle informazioni disponibili e delle evoluzioni prevedibili in quel momento. Tale scelta sarebbe stata influenzata da una serie di fattori, quali il grado di esposizione (ossia l'ammontare dell'apporto di capitale nonché l'importo coperto dalla garanzia), la probabilità della concretizzazione del rischio, la possibilità di recuperare i fondi in caso di liquidazione della società, la durata delle procedure di liquidazione nonché il costo e i rischi inerenti all'adozione delle misure previste e le probabilità di risanamento della società.
- 64 Come sostengono giustamente le ricorrenti, un operatore economico in una situazione come quella di cui trattasi nel caso di specie, in cui egli ha concesso previamente alla società interessata un apporto di capitale e una garanzia, è paragonabile più a un creditore privato che mira a minimizzare le sue perdite che non ad un investitore privato che punta a massimizzare la redditività del capitale che può investire

dove desidera. Infatti, mentre l'inerzia del creditore privato può provocare al medesimo conseguenze finanziarie, la decisione di un investitore privato di investire per la prima volta in una società anziché in un'altra è basata essenzialmente sulle sue prospettive di beneficio.

- 65 Può essere razionale per un operatore economico, che ha partecipazioni al capitale di una società alla quale ha concesso una garanzia, adottare misure che implicino un certo costo, qualora queste permettano di ridurre notevolmente, se non di eliminare, il rischio di perdita del suo capitale o di escussione della garanzia.
- 66 Più specificamente, può essere economicamente razionale per il Regno di Danimarca accettare misure, quali il trasferimento delle attività che hanno subito una riduzione di valore, purché abbiano un costo limitato e comportino rischi ridotti e purché, in mancanza delle stesse, sia molto probabile che esso debba subire perdite per un importo superiore a quello di tale costo.
- 67 Infatti, alla luce delle norme sul controllo degli aiuti di Stato, sarebbe illogico che, per rispettarle, uno Stato membro fosse obbligato a realizzare un trasferimento di capitale considerevole e divenuto altamente probabile a favore di un'impresa, qualora sia dimostrato che esso può evitare tale spesa adottando misure che abbiano un costo minore, ipotesi questa che corrisponderebbe a un comportamento economicamente razionale.
- 68 Nel caso di specie, la decisione impugnata non esamina il costo che risulterebbe dalla mancata adozione delle misure nel 2012 da parte del Regno di Danimarca e derivante dall'apporto di capitale ibrido di classe 1 pari a 1,9 miliardi di DKK (circa 225 milioni di euro) e dalla garanzia statale di un importo pari a 50 miliardi di DKK (circa 6,31 miliardi di euro), adottati sulla base della decisione C(2009) 776 definitivo.
- 69 A tale proposito, è giocoforza constatare che la decisione impugnata ha applicato un criterio di verifica giuridico errato, vale a dire il principio dell'investitore privato in economia di mercato, anziché esaminare dette misure alla luce del principio del creditore privato in economia di mercato, indipendentemente dal risultato cui tale analisi avrebbe condotto. Il comportamento del Regno di Danimarca al momento dell'adozione, nel 2012, delle misure in questione non doveva, infatti, essere paragonato a quello di un investitore che mira a massimizzare i profitti, bensì a quello di un creditore che mira a minimizzare le perdite alle quali si esporrebbe in caso di inerzia. Alla luce di tali circostanze, occorre constatare che la decisione impugnata ha utilizzato un quadro di riferimento errato per la sua analisi.
- 70 Occorre aggiungere che non spetta al Tribunale, nell'ambito della presente controversia, statuire sul risultato al quale avrebbe condotto l'applicazione da parte della Commissione, nel caso di specie, del criterio di verifica del creditore privato. Pertanto, è compito della Commissione trarre le opportune conclusioni, in applicazione del criterio di verifica giuridico corretto, dalla circostanza che le misure del 2009 costituivano aiuti di Stato dichiarati compatibili con il mercato interno, stabilendo eventualmente ai fini di tale analisi se l'aiuto equivalente fosse pari all'importo totale delle misure o solamente a una parte di esso. Risulta, infatti, dalla giurisprudenza che, quando uno Stato concede una garanzia per un prestito bancario a un'impresa in difficoltà e senza alcuna contropartita adeguata, le garanzie devono essere considerate aiuti statali di importo corrispondente al prestito garantito. In tali circostanze, detti aiuti non possono essere inseriti nel computo del costo per lo Stato della liquidazione della società interessata (v., in tal senso, sentenza del 28 gennaio 2003, Germania/Commissione, C-334/99, EU:C:2003:55, punto 138). In tale contesto, è opportuno rilevare che dalla decisione del 2009 risulta che il regime di aiuti era aperto principalmente alle banche sane e solventi e che la garanzia poteva essere concessa solamente in cambio del pagamento di un premio stabilito in funzione del mercato.
- 71 Alla luce di quanto precede, occorre concludere che la Commissione è incorsa in un errore di diritto avendo applicato un criterio di verifica giuridico errato.

- 72 Gli argomenti proposti dalla Commissione sulla base della giurisprudenza non sono idonei ad inficiare tale conclusione.
- 73 In primo luogo, occorre precisare che la sentenza del 3 aprile 2014, Commissione/Paesi Bassi e ING Groep (C-224/12 P, EU:C:2014:213), pronunciata solamente qualche settimana dopo l'adozione della decisione impugnata, indica, ai punti da 31 a 37, che la Commissione non poteva rifiutarsi di applicare il principio dell'operatore privato in economia di mercato alla modifica delle condizioni di rimborso di un apporto di capitale, adducendo come unico motivo che l'apporto di capitale iniziale costituiva un aiuto di Stato (v. anche sentenza del 2 marzo 2012, Paesi Bassi/Commissione, T-29/10 e T-33/10, EU:T:2012:98, punti da 97 a 99).
- 74 Vero è che, come afferma la Commissione, la causa che ha dato origine alla sentenza del 3 aprile 2014 Commissione/Paesi Bassi e ING Groep (C-224/12 P, EU:C:2014:213) riguarda più l'applicabilità del principio dell'operatore privato in economia di mercato (che la Commissione non ha applicato alla modifica delle condizioni di rimborso) che non la sua applicazione concreta. Tuttavia, essa rileva che per analizzare la sussistenza di un aiuto di Stato in una misura posteriore, il fatto che una misura precedente contenga un elemento di aiuto non è sufficiente per rifiutare di prendere in considerazione l'effetto di detta misura. Se l'argomento della Commissione fosse corretto, non si potrebbe mai applicare il principio dell'operatore privato in economia di mercato alla successiva modifica di una misura che contenesse, in origine, un elemento di aiuto. Pertanto, la sua decisione non avrebbe dovuto essere annullata, come ha fatto il giudice dell'Unione in detta causa. Inoltre, come affermato dalla Corte nella citata sentenza, ciò che è determinante per l'analisi della misura posteriore è la questione se il comportamento dello Stato obbedisca ad un criterio di razionalità economica (sentenza del 3 aprile 2014, Commissione/Paesi Bassi e ING Groep, C-224/12 P, EU:C:2014:213, punto 36).
- 75 È giocoforza constatare che, nel caso di specie, la Commissione non ha esaminato se, nell'adottare le misure del 2012 anziché permettere la concretizzazione del rischio di perdita dell'apporto di capitale e di escussione della garanzia, il Regno di Danimarca avesse adottato un comportamento che obbedisse ad un criterio di razionalità economica.
- 76 In secondo luogo, la Commissione si riferisce alla sentenza del 2012, Commissione/EDF (C-124/10 P, EU:C:2012:318), nella quale la Corte ha dichiarato, al punto 79, che solamente i benefici e gli obblighi connessi alla posizione dello Stato nella sua qualità di azionista, ad esclusione di quelli connessi alla sua qualità di potere pubblico, dovevano essere presi in considerazione nell'applicazione del principio dell'investitore privato in economia di mercato. La Commissione, basandosi su tale sentenza, sostiene che, poiché la concessione dell'aiuto di Stato è manifestamente collegata alla posizione del Regno di Danimarca in quanto potere pubblico, non occorre prendere in considerazione l'apporto di capitale e la garanzia nell'analisi della presenza dell'aiuto nelle misure in questione.
- 77 Occorre precisare che la causa summenzionata riguardava una decisione della Commissione che rifiutava di applicare il principio dell'investitore privato in economia di mercato alla valutazione della conversione del debito fiscale in dotazione di capitale a favore di una società interamente detenuta dallo Stato. In primo grado, il Tribunale aveva statuito, senza essere criticato dalla Corte, che la Commissione non poteva basarsi solamente su criteri meramente formali, quali la natura fiscale del credito o il ricorso ad una legge per rinunciare al credito, al fine di escludere l'applicazione del criterio dell'operatore privato in economia di mercato. Al contrario, la Commissione doveva esaminare la fondatezza dell'argomento secondo cui la rinuncia al credito d'imposta, nell'ambito di una ristrutturazione del bilancio e di un aumento del capitale, poteva soddisfare tale criterio. In particolare, da tale sentenza risulta che un beneficio economico deve essere valutato riguardo al criterio dell'investitore privato, qualora, in esito alla valutazione globale eventualmente necessaria, emerga che lo Stato membro interessato abbia concesso detto beneficio, malgrado l'impiego di mezzi attinenti ai poteri pubblici, nella sua qualità di azionista dell'impresa ad esso appartenente (sentenza del 5 giugno 2012, Commissione/EDF, C-124/10 P, EU:C:2012:318, punto 92).

- 78 Occorre rilevare che, nella sentenza del 5 giugno 2012, Commissione/EDF (C-124/10 P, EU:C:2012:318), la Corte ha dichiarato che la Commissione doveva prendere in considerazione la qualità d'azionista e di creditore dello Stato in relazione all'impresa al fine di analizzare l'aumento di capitale sotto forma di rinuncia a un credito fiscale. Inoltre, da tale sentenza risulta che l'impiego di mezzi attinenti ai poteri pubblici non incide sul fatto che si possa considerare che lo Stato agisca in qualità di operatore economico razionale. Pertanto, contrariamente a quanto sostiene la Commissione, detta sentenza non può essere invocata a sostegno della sua posizione nel caso di specie. Inoltre, occorre rilevare che la sentenza del 24 gennaio 2013, Frucona Košice/Commissione (C-73/11 P, EU:C:2013:32), conferma che la natura fiscale del debito, derivante quindi dallo Stato come potere pubblico, non è essenziale per escludere l'applicazione del principio del creditore privato.
- 79 In terzo luogo, la sentenza del 24 ottobre 2013, Land Burgenland e a./Commissione (C-214/12 P, C-215/12 P e C-223/12 P, EU:C:2013:682), menzionata dalla Commissione, verteva sulla privatizzazione di una banca, realizzata ad un prezzo nettamente inferiore rispetto a quello proposto da un altro offerente. Nella sua decisione, la Commissione ha respinto l'argomento secondo cui l'aggiudicatario offriva migliori prospettive riguardo al fatto di non avvalersi della garanzia legale concessa dal Land (la «Ausfallhaftung») in caso di stato di insolvenza della banca. La Corte ha giudicato che la Commissione aveva giustamente rifiutato di prendere in considerazione la garanzia legale in questione, poiché, con la concessione dell'aiuto, lo Stato perseguiva obiettivi diversi dalla redditività ed esercitava prerogative di potere pubblico (sentenza del 24 ottobre 2013, Land Burgenland e a./Commissione, C-214/12 P, C-215/12 P e C-223/12 P, EU:C:2013:682, punti da 54 a 56).
- 80 Ne deriva che tale sentenza verteva sull'applicazione concreta di quello che era il criterio di verifica corretto, ossia il principio del venditore privato, nonché sugli elementi che dovevano essere presi in considerazione nell'ambito di tale applicazione. Pertanto, tale causa differisce dal caso di specie, nel quale la Commissione ha applicato un criterio di verifica giuridico errato.
- 81 Spetta alla Commissione, nell'ambito dell'applicazione del criterio di verifica giuridico corretto, trarre eventualmente le relative deduzioni dalla sentenza Land Burgenland, nella quale la garanzia in discussione non era limitata nel tempo e neanche rispetto all'importo coperto e non era stata concessa in cambio del pagamento di un premio o mediante un meccanismo di mercato (v., in tal senso, sentenza del 24 ottobre 2013, Land Burgenland e a./Commissione, C-214/12 P, C-215/12 P e C-223/12 P, EU:C:2013:682, punto 5).
- 82 Alla luce di quanto precede, si deve concludere che la Commissione avrebbe dovuto analizzare le misure di cui trattasi in funzione della loro natura, del loro oggetto e dei loro obiettivi, prendendo in considerazione il contesto nel quale esse si inserivano, ossia la riduzione dell'esposizione del Regno di Danimarca al rischio derivante dall'apporto di capitale e dalla garanzia concessi, anziché applicare il principio dell'investitore privato, indipendentemente dal risultato di tale analisi. Dal momento che, come nel caso di specie, lo Stato, titolare di una parte del capitale di una banca in difficoltà e garante di una parte delle obbligazioni di quest'ultima, interviene in un trasferimento delle attività che hanno subito una riduzione di valore, non si può escludere a priori che esso possa agire per raggiungere un fine paragonabile a quello che avrebbe perseguito un creditore privato al fine di ridurre la sua esposizione al rischio.
- 83 Per tali ragioni, il primo motivo deve essere accolto.

*Sul secondo motivo, vertente sugli errori nel calcolo dell'importo dell'aiuto di Stato e dell'aiuto incompatibile*

- 84 Con il secondo motivo, le ricorrenti sostengono che la Commissione ha commesso diversi errori nel calcolo dell'aiuto di Stato e dell'aiuto incompatibile. Esse deducono cinque errori di valutazione asseritamente commessi dalla Commissione a tale riguardo, ossia errori che riguardano il calcolo del

valore degli attivi trasferiti, il rischio che la FIH divenisse insolvente, la remunerazione della FSC per il suo investimento di capitale, gli interessi da corrispondere alla FSC per il suo finanziamento della NewCo e l'importo delle misure di sostegno del capitale derivante dal trasferimento degli attivi.

- 85 Come risulta dall'esame del primo motivo, la decisione impugnata ha utilizzato un quadro di riferimento errato per la sua analisi e non spetta al Tribunale, nell'ambito della presente controversia, statuire sul risultato cui avrebbe condotto l'applicazione nel caso di specie (punti 69 e 70 supra). Pertanto, non occorre che il Tribunale esamini il secondo motivo, vertente sugli errori di calcolo asseritamente commessi dalla Commissione, né tanto meno che si pronunci sulla ricevibilità della quinta censura del presente motivo dedotta dalla Commissione.

*Sul terzo motivo, vertente sulla violazione dell'obbligo di motivazione*

Argomenti delle parti

- 86 Con il terzo motivo, le ricorrenti fanno valere che la decisione impugnata è viziata da difetto di adeguata motivazione, in violazione dell'articolo 296, secondo comma, TFUE, e dell'articolo 41, paragrafo 2, terzo trattino, della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea.
- 87 In particolare, le ricorrenti rilevano che gli altri Stati membri e i terzi interessati non possono comprendere, basandosi sulla decisione impugnata, in che modo la Commissione sia giunta alle cifre menzionate nei considerando 97, 103, 116 e 117 di tale decisione. La decisione impugnata non conterrebbe nessuna indicazione del valore di mercato, né del valore economico reale del portafoglio di prestiti, dal momento che tali valori sono stati calcolati dall'esperto esterno consultato dalla Commissione. Quest'ultima non menzionerebbe neanche le ragioni principali che l'hanno spinta a scegliere le cifre e i presupposti di cui si è servita per calcolare il valore di mercato ed il valore economico reale del portafoglio di prestiti. Le ricorrenti contestano altresì alla Commissione di fornire una descrizione molto generale del metodo utilizzato per calcolare gli importi di cui ai considerando 93, 113 e 116 della decisione impugnata.
- 88 Secondo le ricorrenti, la Commissione avrebbe dovuto mettere a loro disposizione le due relazioni peritali esterne in versione integrale. La nota tecnica e il riassunto della seconda relazione peritale che sono stati comunicati loro sarebbero insufficienti a spiegare la decisione. Inoltre, il rifiuto della Commissione di concedere l'accesso a determinate informazioni costituirebbe di per sé una violazione delle forme sostanziali. Benché le ricorrenti ammettano che la Commissione può motivare le sue decisioni rinviando ad una perizia, ciò implicherebbe che tale perizia sia disponibile per tutte le parti direttamente interessate.
- 89 Le ricorrenti aggiungono che la decisione impugnata non spiega le ragioni per cui la Commissione non ha accettato la cifra di 275 milioni di DKK, ha considerato una data anteriore a quella della chiusura della transazione del 2 luglio 2012 e non ha esaminato la questione se il trasferimento degli attivi fosse conforme al principio dell'operatore privato in economia di mercato.
- 90 La Commissione ritiene che il terzo motivo debba essere respinto in quanto infondato.

Giudizio del Tribunale

- 91 Ai sensi dell'articolo 296, secondo comma, TFUE, gli atti giuridici sono motivati. Inoltre, ai sensi dell'articolo 41, paragrafo 2, lettera c), della Carta dei diritti fondamentali, il diritto ad una buona amministrazione include l'obbligo per l'amministrazione di motivare le proprie decisioni.

- 92 Secondo costante giurisprudenza, la portata dell'obbligo di motivazione dipende dalla natura dell'atto in questione e dal contesto nel quale esso è stato adottato. La motivazione deve fare apparire in modo chiaro e non equivoco il ragionamento dell'istituzione in modo da consentire, da un lato, al giudice dell'Unione di esercitare il suo controllo di legittimità e, dall'altro, agli interessati di conoscere le giustificazioni della misura adottata, per poter difendere i loro diritti e verificare se la decisione è fondata oppure no (sentenza del 6 marzo 2003, *Westdeutsche Landesbank Girozentrale e Land Nordrhein-Westfalen/Commissione*, T-228/99 e T-233/99, EU:T:2003:57, punto 278).
- 93 La motivazione non deve necessariamente specificare tutti gli elementi di fatto e di diritto rilevanti, in quanto la questione se la motivazione di un atto soddisfi gli obblighi posti dall'articolo 296, secondo comma, TFUE deve essere valutata alla luce non solo del suo tenore, ma anche del suo contesto e del complesso delle norme giuridiche che disciplinano la materia interessata (sentenza del 6 marzo 2003, *Westdeutsche Landesbank Girozentrale e Land Nordrhein-Westfalen/Commissione*, T-228/99 e T-233/99, EU:T:2003:57, punto 279).
- 94 In particolare, la Commissione non è obbligata a prendere posizione su tutti gli argomenti che gli interessati fanno valere dinanzi ad essa, ma le è sufficiente esporre i fatti e le considerazioni giuridiche aventi un ruolo essenziale nell'adozione della decisione (sentenza del 6 marzo 2003, *Westdeutsche Landesbank Girozentrale e Land Nordrhein-Westfalen/Commissione*, T-228/99 e T-233/99, EU:T:2003:57, punto 280).
- 95 È alla luce di tali considerazioni che devono essere esaminate le censure dedotte dalle ricorrenti.
- 96 In primo luogo, per quanto concerne la censura riguardante l'asserita impossibilità per gli altri Stati membri e i terzi interessati di comprendere in che modo la Commissione abbia calcolato il valore di mercato e il valore economico reale del portafoglio di prestiti, e in che modo essa sia giunta alle cifre menzionate nei considerando 97, 103, 116 e 117 della decisione impugnata, va rilevato che le ricorrenti non possono invocare un asserito difetto di motivazione nei confronti di un terzo. Esse ammettono, peraltro, che la Commissione ha fornito loro le informazioni pertinenti a tale proposito durante il procedimento amministrativo. Occorre osservare, come rilevato dalla Commissione, che la decisione impugnata fornisce una descrizione succinta del metodo utilizzato per calcolare il valore di mercato degli attivi della NewCo (considerando da 91 a 93) e di quello utilizzato per calcolare il valore reale (considerando 116).
- 97 Pertanto, contrariamente a ciò che sostengono le ricorrenti, la decisione impugnata espone le considerazioni essenziali su cui si è basato il ragionamento della Commissione riguardo al calcolo del valore di mercato e del valore economico reale. Occorre, inoltre, constatare che, nell'ambito del secondo motivo, le ricorrenti hanno potuto proporre numerosi argomenti volti a contestare la fondatezza di tali calcoli, circostanza che dimostra che fossero in grado di comprenderli.
- 98 In secondo luogo, per quanto concerne le censure relative alla perizia indipendente, occorre precisare, in via preliminare, che la Commissione può avvalersi di esperti indipendenti, se lo ritiene opportuno, come ha già fatto altre volte in materia di aiuti di Stato. Pertanto, nel caso di specie, non si può criticare la decisione impugnata per essersi basata sulla relazione peritale del 7 giugno 2012. Peraltro, come è stato indicato precedentemente, la decisione impugnata non si è limitata a rinviare in modo generico alla perizia indipendente, bensì ha esposto le considerazioni essenziali del ragionamento della Commissione.
- 99 Alla luce di tali circostanze, occorre respingere l'argomento relativo al rifiuto di mettere a disposizione delle ricorrenti le due relazioni peritali complete. Come rileva giustamente la Commissione, il procedimento di controllo degli aiuti di Stato è un procedimento avviato nei confronti dello Stato membro responsabile della concessione dell'aiuto. Poiché tale procedimento non è avviato contro il beneficiario dell'aiuto, quest'ultimo non può far valere i diritti della difesa (sentenza del 24 settembre 2002, *Falck e Acciaierie di Bolzano/Commissione*, C-74/00 P e C-75/00 P, EU:C:2002:524, punti 81

e 83). Gli interessati dispongono soltanto del diritto di essere associati al procedimento amministrativo in misura adeguata, tenuto conto delle circostanze del caso di specie (sentenza del 25 giugno 1998, *British Airways e a./Commissione*, T-371/94 e T-394/94, EU:T:1998:140, punto 60). Infine, occorre osservare che la mancata comunicazione alla parte interessata di una relazione peritale da parte della Commissione non è pertinente per provare un'eventuale violazione dell'obbligo di motivazione (sentenza del 15 giugno 2005, *Corsica Ferries France/Commissione*, T-349/03, EU:T:2005:221, punto 77).

- 100 In terzo luogo, per quanto concerne l'asserito difetto di motivazione riguardante l'effetto lordo delle misure di sostegno del capitale per un importo pari a 375 milioni di DKK, anziché a 275 milioni di DKK, occorre rilevare che il considerando 116 della decisione impugnata indica che la Commissione è giunta a tale risultato basandosi sui dati forniti dall'autorità di vigilanza finanziaria danese, in applicazione della comunicazione sulle attività che hanno subito una riduzione di valore. Inoltre, nell'ambito della quinta censura del secondo motivo, le ricorrenti hanno presentato numerosi argomenti volti a contestare la fondatezza di tale calcolo, il che dimostra che esse fossero in grado di comprenderlo. In particolare, dal punto 146 dell'atto introduttivo e dal punto 73 della replica emerge che le ricorrenti avevano capito che l'importo delle misure a sostegno del capitale risultava dalla riduzione del cuscinetto contro il rischio di liquidità di 275 milioni di DKK e dalla riduzione del cuscinetto contro altri rischi, in particolare il rischio di credito, di 100 milioni di DKK. Orbene, l'obbligo di motivazione deve essere distinto dalla questione della fondatezza della motivazione, la quale attiene alla legittimità nel merito dell'atto controverso (sentenza del 5 ottobre 2012, *Evropaïki Dynamiki/Commissione*, T-591/08, non pubblicata, EU:T:2012:522, punto 157). Pertanto, tale censura non può essere accolta.
- 101 In quarto luogo, per quanto riguarda l'asserito difetto di motivazione relativo alla data di riferimento per la valutazione del portafoglio di prestiti, dalla decisione impugnata, in particolare dai considerando 27, 29, 94, nonché dalle note a piè di pagina n. 30 e n. 72, risulta che il portafoglio di prestiti è stato valutato sulla base della sua composizione al 31 dicembre 2011, prendendo in considerazione l'evoluzione della sua qualità fino al 2 luglio 2012, ossia la data di chiusura della transazione. In particolare, dalla relazione peritale del 16 settembre 2013, alla quale fa riferimento la decisione impugnata, risulta che la Commissione ha adottato tale approccio, giacché, nonostante la data di chiusura posteriore, la transazione era destinata ad avere effetti retroattivi a far data dal 31 dicembre 2011.
- 102 A tale proposito, occorre ricordare che, secondo la giurisprudenza, un atto che arreca pregiudizio è sufficientemente motivato quando è stato emanato in un contesto noto all'interessato, che gli consenta di comprendere la portata del provvedimento adottato nei suoi confronti (sentenze del 28 novembre 2013, *Consiglio/Manufacturing Support & Procurement Kala Naft*, C-348/12 P, EU:C:2013:776, punto 71, e del 6 ottobre 2015, *Technion e Technion Research & Development Foundation/Commissione*, T-216/12, EU:T:2015:746, punto 97). Dato che la relazione peritale del 16 settembre 2013 è stata trasmessa dalla Commissione alle ricorrenti durante il procedimento amministrativo e allegata all'atto introduttivo, essa faceva parte di un contesto a loro noto. Pertanto tale censura deve essere respinta.
- 103 In quinto luogo, per quanto concerne la censura vertente sul difetto di motivazione riguardante il rifiuto della Commissione di applicare il principio del creditore privato in economia di mercato, è pacifico che la decisione impugnata è motivata dall'applicazione del principio dell'investitore privato. Secondo la giurisprudenza, la motivazione di un atto che reca pregiudizio deve consentire al giudice dell'Unione di esercitare il sindacato di legittimità e fornire all'interessato le indicazioni necessarie per stabilire se l'atto stesso sia fondato (sentenza dell'11 luglio 1985, *Remia e a./Commissione*, 42/84, EU:C:1985:327, punto 26).

104 Occorre constatare che, nel caso di specie, la Commissione ha esposto le considerazioni giuridiche aventi un ruolo essenziale nell'adozione della decisione. Dalla decisione impugnata risulta, infatti, che questa era fondata sull'applicazione del principio dell'investitore privato, permettendo così alle ricorrenti di contestare la fondatezza di tale decisione e al Tribunale di esercitare il suo sindacato di legittimità in relazione al primo motivo. Di conseguenza, indipendentemente dalla fondatezza della decisione impugnata su questo punto, occorre respingere tale censura vertente sull'insufficienza di motivazione.

105 Alla luce di quanto precede, il terzo motivo deve essere respinto in quanto infondato.

### **Sulle spese**

106 Ai sensi dell'articolo 134, paragrafo 1, del regolamento di procedura, la parte soccombente è condannata alle spese se ne è stata fatta domanda. La Commissione, rimasta soccombente, dev'essere condannata a sopportare le proprie spese nonché quelle delle ricorrenti, conformemente alle loro conclusioni.

Per questi motivi,

IL TRIBUNALE (Sesta Sezione)

dichiara e statuisce:

- 1) **La decisione 2014/884/UE della Commissione, dell'11 marzo 2014, relativa all'aiuto di Stato SA.34445 (12/C) al quale la Danimarca ha dato esecuzione per il trasferimento di attività patrimoniali da FIH a FSC è annullata.**
- 2) **La Commissione europea è condannata alle spese.**

Frimodt Nielsen

Dehousse

Collins

Così deciso e pronunciato a Lussemburgo il 15 settembre 2016.

Firme