

DECISIONI

DECISIONE (UE) 2019/1144 DELLA COMMISSIONE

del 17 dicembre 2018

relativa all'aiuto di stato SA.36086 (2016/C) (ex 2016/NN) attuato dalla Romania a favore di Oltchim SA

[notificata con il numero C(2018) 8592]

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

(Testo rilevante ai fini del SEE)

LA COMMISSIONE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 108, paragrafo 2, primo comma,

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

dopo aver invitato gli interessati a presentare osservazioni conformemente alle suddette disposizioni ⁽¹⁾, e tenuto conto di tali osservazioni,

considerando quanto segue:

1. PROCEDIMENTO

- (1) Il 17 luglio 2009 le autorità rumene hanno notificato alla Commissione la prevista conversione di un debito pubblico di Oltchim SA («Oltchim») in azioni. Il 7 marzo 2012, con decisione 2013/246/UE della Commissione ⁽²⁾ nel caso SA.29041 – *Misure di sostegno a favore di Oltchim SA Râmnicu Vâlcea* («la decisione della Commissione del 2012»), la Commissione ha concluso che la conversione del debito di 1 049 milioni di RON (231 milioni di EUR) non comportava aiuti di Stato. Tale conclusione si basava sul fermo impegno del governo rumeno a privatizzare integralmente Oltchim, compreso l'intero pacchetto azionario di proprietà delle autorità pubbliche romene dopo la conversione del debito.
- (2) In seguito al tentativo infruttuoso di privatizzare Oltchim, le autorità rumene hanno avviato i contatti con la Commissione nell'ottobre del 2012 per preparare la notifica formale degli aiuti per il salvataggio a favore di Oltchim (registrata come SA.35558).
- (3) Nel novembre 2012 la stampa ha riferito che le autorità rumene avevano concluso un accordo con le banche creditrici di Oltchim per il finanziamento della ripresa della produzione di Oltchim. In questo contesto, la Commissione ha deciso di avviare un caso *ex officio*, registrato come SA.36086, e con lettera del 18 gennaio 2013 ha chiesto alla Romania di fornire informazioni. Il 7 febbraio 2013 la Romania ha risposto a tale richiesta. Il 18 febbraio 2013 la Commissione ha presentato un'ulteriore richiesta di informazioni alla quale la Romania ha risposto l'11 marzo 2013. La Romania ha presentato ulteriori informazioni nel corso di una riunione tenutasi nel giugno del 2013 e con lettera del 25 settembre 2013.
- (4) Con lettere del 5 agosto 2014, del 16 ottobre 2014 e del 3 marzo 2015 la Commissione ha richiesto ulteriori informazioni. A tali richieste la Romania ha risposto rispettivamente il 15 settembre 2014, il 26 novembre 2014, il 26 marzo 2015 e il 16 aprile 2015. L'11 maggio 2015 la Commissione ha richiesto ulteriori informazioni che

⁽¹⁾ GU C 284 del 5.8.2016, pag. 7.

⁽²⁾ Decisione della Commissione, del 7 marzo 2012, relativa a l'aiuto di Stato n. SA.29041 (C 28/2009) (ex N 433/2009) Misure di sostegno a favore di Oltchim SA Râmnicu Vâlcea (GU L 148 dell'1.6.2013, pag. 33).

la Romania ha fornito in occasione di una riunione tenutasi il 26 maggio 2015 e con lettere del 10 giugno 2015 e del 25 giugno 2015. Il 3 settembre 2015 la Commissione ha richiesto ulteriori informazioni, fornite dalla Romania il 10 settembre 2015. La Romania ha altresì presentato informazioni spontanee il 22 ottobre 2015 e ha richiesto riunioni che si sono svolte il 23 ottobre 2015 e il 22 gennaio 2016.

- (5) Con lettera dell'8 aprile 2016 la Commissione ha informato la Romania di aver deciso di avviare il procedimento di cui all'articolo 108, paragrafo 2, del TFUE nel caso SA.36086. La decisione della Commissione di avviare tale procedimento è stata pubblicata nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* ⁽³⁾. La Commissione ha invitato gli interessati a presentare osservazioni in merito all'aiuto.
- (6) La Commissione ha ricevuto osservazioni iniziali dalla Romania (15 giugno 2016) e da quattro interessati. Le osservazioni di terzi sono state trasmesse alla Romania, la quale ha avuto la possibilità di replicare. Le osservazioni delle autorità rumene sono state ricevute tramite lettera del 28 novembre 2016.
- (7) Con lettera del 29 luglio 2016 la Romania ha proposto una modifica della procedura di vendita di Oltchim al fine di conseguire la cessazione dell'attività economica. Il 14 settembre 2016, il 4 novembre 2016 e il 5 dicembre 2016 le autorità rumene hanno fornito ulteriori informazioni e hanno modificato i termini della procedura di vendita iniziale.
- (8) A seguito degli scambi di cui sopra, la società di consulenza AT Kearney, nella sua veste di rappresentante di Oltchim («il venditore») ha fornito relazioni successive sullo stato di avanzamento della vendita di attivi di Oltchim il 27 gennaio 2017, 4 aprile 2017, 25 luglio 2017, 15 settembre 2017, 21 novembre 2017, 18 gennaio 2018 e 16 luglio 2018. ⁽⁴⁾
- (9) Durante la procedura di vendita sono intervenuti tre interessati e le autorità rumene hanno fornito osservazioni su ciascuno di tali interventi.
- (10) Il 26 gennaio 2018 è stata inviata alla Romania un'ulteriore richiesta di informazioni alla quale le autorità rumene hanno risposto il 16 maggio 2018.

2. CONTESTO

2.1. Beneficiario

- (11) Oltchim è una delle più grandi società petrolchimiche della Romania e dell'Europa sudorientale, controllata per il 54,8 % dallo Stato romeno (attualmente attraverso il ministero dell'Economia).
- (12) Oltchim produce principalmente soda caustica liquida, ossido di propilene e polioli, plastificanti e osso-alcoli. Oltchim è il più grande produttore di soda caustica liquida sul mercato europeo (quota di mercato dell'UE pari al 41 % nel 2015), l'unico produttore di soda caustica in Europa centrale, nonché l'unico produttore di cloruro di polivinile e polietere in Romania e il terzo in Europa. Oltchim esporta oltre il 74 % della sua produzione all'interno e all'esterno dell'Europa ⁽⁵⁾.
- (13) Oltchim rappresenta la principale fonte di occupazione nel comparto industriale della Vâlcea, una regione della Romania che beneficia di assistenza ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera a), del TFUE. Nel 2015 Oltchim occupava 2 208 persone delle quali 1 982 presso il sito di Râmnicu Vâlcea e 226 presso il sito di Pitești – Divisione petrolchimica di Bradu.

⁽³⁾ Cfr. nota a piè di pagina 1.

⁽⁴⁾ Alla DG Concorrenza sono pervenute ben 7 relazioni sulla struttura e sulla procedura di vendita di attivi di Oltchim, ciascuna delle quali facente riferimento a un periodo diverso della procedura di vendita come segue: «la prima relazione» (luglio 2016 – 23 gennaio 2017), «la seconda relazione» (23 gennaio – 30 marzo 2017), «la terza relazione» (30 marzo – 21 luglio 2017), «la quarta relazione» (21 luglio – 15 settembre 2017), «la quinta relazione» (16 settembre – 17 novembre 2017), «la sesta relazione» (17 novembre 2017 – 18 gennaio 2018) e «la settima relazione» (18 gennaio 2018 – 16 luglio 2018).

⁽⁵⁾ Dati di cui alle informazioni fornite dalla Romania il 23 ottobre 2015.

2.2. Fatti

2.2.1. Il debito pubblico di Oltchim e i tentativi falliti di privatizzazione (1995-2011)

- (14) Oltchim presenta una lunga storia di difficoltà economiche. Nel periodo 1995-2000 ha contratto una serie di prestiti commerciali, sostenuti da garanzie di Stato. Oltchim non è stata in grado di rimborsare i prestiti e le banche hanno invocato le garanzie di Stato. Nel 2002 il ministero delle Finanze ha trasferito il debito di Oltchim derivante dalle garanzie di Stato all'agenzia rumena di privatizzazione («AAAS»⁽⁶⁾). Il ministero delle Finanze ha continuato a effettuare pagamenti in ragione delle garanzie di Stato fino al mese di dicembre del 2006 e ha nuovamente trasferito all'AAAS tutti i crediti derivanti dai successivi pagamenti effettuati sulla base delle garanzie invocate.
- (15) Nel corso degli anni dal 2007 al 2012 la situazione finanziaria di Oltchim è peggiorata, i suoi conti finanziari hanno continuato a mostrare sistematicamente una crescente perdita operativa, perdite accumulate e fondi propri negativi. Al 31 dicembre 2012 (prima dell'avvio della procedura di insolvenza) i conti finanziari di Oltchim presentavano una perdita operativa di 62,9 milioni di EUR, una perdita netta di 127,8 milioni di EUR e perdite accumulate per 383 milioni di EUR.
- (16) La Romania ha effettuato diversi tentativi di privatizzazione di Oltchim (nel 2001, 2003, 2006, 2007 e 2008) che sono tuttavia tutti falliti.
- (17) Nello specifico, nel 2001, lo Stato ha negoziato e firmato con la società mineraria canadese Exall Resources la vendita di un pacchetto di azioni pari al 53,2 %. Poiché l'acquirente non ha corrisposto il valore delle azioni (10 milioni di USD, ovvero circa 8,9 milioni di EUR⁽⁷⁾) e non ha garantito gli investimenti tecnologici e ambientali promessi, l'accordo non ha più avuto seguito⁽⁸⁾. Nel 2002 lo Stato ha deciso di tentare di organizzare un nuovo bando per la privatizzazione, optando per la conversione del debito verso AVAS (soggetto predecessore dell'AAAS) in azioni. Tuttavia, il termine per la presentazione delle offerte è stato rinviato due volte e data l'opposizione di un potenziale investitore e degli azionisti di minoranza, anche attraverso un'azione legale avviata dinanzi a un organo giurisdizionale, nel 2003 l'offerta è stata revocata⁽⁹⁾. Successivamente, in seguito alla revoca nel 2006 di una conversione del debito originariamente approvata nel 2003, le autorità rumene hanno nuovamente tentato di privatizzare Oltchim unitamente al suo debito nel 2006 e nel 2008. Tuttavia, secondo le autorità rumene, nessun investitore si è detto interessato ad acquistare Oltchim a tali condizioni⁽¹⁰⁾.

2.2.2. La decisione della Commissione del 2012

- (18) Con la sua decisione del 2012, la Commissione ha deciso che la prevista conversione in capitale azionario del debito verso l'AAAS di 1 049 milioni di RON⁽¹¹⁾ (circa 231 milioni di EUR) non comportava aiuti di Stato. Tale decisione si fondava sul fermo impegno da parte della Romania di privatizzare l'intera quota pubblica risultante dalla conversione del debito entro al più tardi la fine di maggio 2012, come espresso in due lettere dai rispettivi primi ministri in carica in quel momento⁽¹²⁾.
- (19) La Commissione ha formulato tale parere dopo aver analizzato in maniera critica le relazioni preparate da consulenti indipendenti⁽¹³⁾ e presentate dalle autorità rumene nel corso del procedimento. Tali relazioni hanno confrontato le entrate derivanti da una liquidazione di Oltchim con quelle generate da una privatizzazione. Nello scenario della liquidazione, il valore degli attivi di Oltchim è stato stimato ammontare a 692 055 000 RON (152,2 milioni di EUR), di cui 264 119 000 di RON per attivi costituiti in pegno e 427 936 000 di RON per attivi non costituiti in pegno⁽¹⁴⁾.

⁽⁶⁾ All'epoca, il credito è stato trasferito all'agenzia rumena denominata AVAB (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Bancare*), che nel maggio 2004 si è fusa con l'agenzia di privatizzazione APAPS (*Autoritatea pentru Privatizare și Administrarea Participațiilor Statului*) ed è stata rinominata AVAS (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului*) e successivamente AAAS (*Autoritatea pentru Administrarea Activelor Statului*) nel dicembre 2012.

⁽⁷⁾ Il tasso di cambio medio tra EUR e USD nel 2001 era pari a 1 EUR = 0,89 USD.

⁽⁸⁾ Cfr. articolo disponibile all'indirizzo: <http://www.zf.ro/companii/inca-o-privatizare-esuata-2994230>.

⁽⁹⁾ Cfr. articolo disponibile all'indirizzo: <http://www.zf.ro/companii/apaps-o-ia-de-la-capat-in-povestea-de-privatizare-a-oltchim-2969252>.

⁽¹⁰⁾ Cfr. considerando 28 e seguenti della decisione della Commissione, del 15 settembre 2009, relativa all'avvio di un procedimento di indagine in relazione alle misure di sostegno a favore di Oltchim SA Râmnicu Vâlcea disponibile all'indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013D0246&from=EN>.

⁽¹¹⁾ 538 milioni di RON di debiti e 511 milioni di RON di interessi praticati dal 1° gennaio 2007 al 31 dicembre 2011.

⁽¹²⁾ Con lettera del 21 ottobre 2011, il primo ministro rumeno Emil Boc ha espresso il fermo impegno del governo rumeno di privatizzare integralmente Oltchim, compreso l'intero pacchetto azionario di proprietà delle autorità pubbliche rumene dopo la conversione del debito. L'annuncio di privatizzazione doveva essere pubblicato alla fine di marzo 2012 e la privatizzazione doveva concludersi entro la fine di maggio 2012. Il nuovo primo ministro rumeno Mihai-Răzvan Ungureanu ha ribadito tali impegni con lettera del 16 febbraio 2012.

⁽¹³⁾ Relazione sulla liquidazione di Raiffeisen del febbraio 2011 (aggiornata nell'ottobre del 2011) («relazione Raiffeisen 2011») e relazione di valutazione di Romcontrol Bucharest SA del marzo 2011.

⁽¹⁴⁾ La relazione Raiffeisen 2011 (febbraio), tabella alle pagine 16 e 17.

- (20) Secondo la relazione Raiffeisen 2011, nello scenario della liquidazione l'AAAS avrebbe raccolto circa 105,4 milioni di RON (circa 23 milioni di EUR), pari al 12 % del suo credito complessivo.
- (21) Tale importo è stato confrontato con il valore del credito dell'AAAS in uno scenario di conversione del debito associata alla privatizzazione. In questo scenario, a seconda del metodo utilizzato per la stima del valore dell'impresa, il valore di mercato di Oltchim è stato stimato oscillare tra 28 milioni di EUR e 97 milioni di EUR. In seguito alla conversione del debito in capitale azionario e alla successiva privatizzazione, l'AAAS avrebbe ottenuto tra 22,9 milioni di EUR e 79,5 milioni di EUR ⁽¹⁵⁾.
- (22) Alla luce di tale confronto, la Commissione ha concluso che: *«qualora la società venga privatizzata a breve termine dopo la conversione del debito, è possibile concludere che la misura notificata (conversione del debito seguita da privatizzazione integrale) non implica alcun vantaggio per la società Oltchim in quanto detta misura permette al creditore pubblico AVAS [AAAS] di recuperare di più rispetto al caso in cui decidesse di liquidare l'impresa. A tale proposito, la Commissione prende atto del fermo impegno assunto dalle autorità rumene in quel momento di privatizzare integralmente la società entro la fine del maggio 2012»* ⁽¹⁶⁾.
- (23) Tuttavia Oltchim non ha attuato la conversione del debito dell'AAAS in capitale azionario come approvato dalla decisione della Commissione del 2012. Nell'agosto 2012 la produzione era stata appena sospesa in seguito al rifiuto del fornitore principale di elettricità di Oltchim, Electrica SA («Electrica»), di fornire servizi senza essere pagato.
- (24) Subito dopo la cessazione dell'attività di Oltchim, le autorità rumene hanno iniziato a inviare chiari segnali al pubblico in merito alla loro disponibilità a compiere tutti gli sforzi possibili per salvare Oltchim. Soltanto pochi giorni prima della data della privatizzazione, il ministro dell'Economia rumeno dell'epoca indicava un periodo compreso tra le 2 e le 4 settimane come arco di tempo per il riavvio della produzione di Oltchim. Il ministro è stato citato aver affermato di aver *«discusso con la dirigenza del complesso la quale disponeva di un piano di rilancio per le installazioni»* ⁽¹⁷⁾.
- (25) Il 22 settembre 2012 la procedura di privatizzazione è fallita, facendo registrare alcune cause pendenti dinanzi agli organi giurisdizionali nazionali in relazione a tale procedura ⁽¹⁸⁾.

2.2.3. La situazione di Oltchim dopo la fallita privatizzazione del 22 settembre 2012

- (26) In seguito alla fallita privatizzazione, la situazione finanziaria di Oltchim si è ulteriormente deteriorata. Durante il periodo immediatamente successivo alla fallita privatizzazione, le autorità rumene hanno ribadito la loro disponibilità a fare il necessario per salvare Oltchim ⁽¹⁹⁾.
- (27) Il 1° ottobre 2012 è stata prevista una nuova strategia per la preparazione dell'attività di Oltchim, compreso il sostegno finanziario sotto forma di aiuti per il salvataggio. In un articolo di stampa dell'epoca il primo ministro rumeno ha spiegato che la procedura di privatizzazione era fallita e ha aggiunto: *«[d]obbiamo spiegare oggi il piano di riserva per la ripresa delle attività, per salvare posti di lavoro e preparare una nuova procedura di privatizzazione, in condizioni molto diverse e considerevolmente migliorate»* ⁽²⁰⁾. Allo stesso modo, il primo ministro ha annunciato un accordo imminente con vari creditori per il salvataggio della società: *«il piano di ripresa delle attività di Oltchim sarà presentato giovedì e specificherà le prossime azioni che saranno intraprese presso lo stabilimento di Vâlcea [...]». Il ministro dell'Economia, del commercio e degli affari [...] e il ministro delle Finanze inizieranno a discutere ufficialmente con tutti i principali creditori, AVAS, Electrica e le tre banche che sono i principali creditori di Oltchim: BCR, Banca Transilvania e CEC. Insieme a loro, presenteremo giovedì il piano di rilancio di Oltchim, che illustra chiaramente i passi necessari per una nuova gestione presso Oltchim, per finanziare il riavvio della produzione, il periodo dell'attività, il pagamento degli stipendi in sospeso e la preparazione alla privatizzazione che molto probabilmente si verificherà nel corso del 2013, in condizioni diverse da quelle nelle quali si trova attualmente l'impresa»* ⁽²¹⁾.

⁽¹⁵⁾ Cfr. tabella 7 nella decisione della Commissione del 2012.

⁽¹⁶⁾ La decisione della Commissione del 2012, considerando 153.

⁽¹⁷⁾ Cfr. ad esempio gli articoli di stampa del 19 settembre 2012 disponibili all'indirizzo: <http://economie.hotnews.ro/stiri-companii-13255610-ministrul-economiei-daniel-chitoiu-din-informatiile-noastre-deja-mai-multi-investitori-interesati-depuna-ofertele-pentru-combinat-firme-din-vest.htm?nomobile>.

⁽¹⁸⁾ Cfr. risposta della Romania all'avvio dell'indagine da parte della Commissione, osservazioni presentate il 15 giugno 2016, punto 64.

⁽¹⁹⁾ Cfr. ad esempio: http://www.bursa.ro/oltchim-a-incheiat-cu-pierderi-de-396-milioane-lei-195247&s=companii_afaceri&articol=195247.html; http://www.bursa.ro/memorandum-pentru-finantarea-oltchim-190490&s=piata_de_capital&articol=190490.html; <http://www.sitevechi.impactreal.ro/2012111813712/Ministerul-Economiei-va-aplica-un-program-de-restructurare-a-Oltchim-in-vederea-privatizarii.html>; <http://www.ziare.com/social/angajati/salariatii-de-la-oltchim-au-renuntat-la-pichetarea-ministerului-economiei-1201772>.

⁽²⁰⁾ Cfr. articolo di stampa del 1° ottobre 2012 disponibile all'indirizzo: <https://www1.agerpres.ro/politica/2012/10/01/victor-ponta-amcerut-ca-abordarea-fata-de-oltchim-sa-fie-complet-schimbata-joi-vom-prezenta-planul-de-relansare-21-19-23>.

⁽²¹⁾ Cfr. articolo di stampa del 1° ottobre 2012 disponibile all'indirizzo: <https://www1.agerpres.ro/politica/2012/10/01/victor-ponta-amcerut-ca-abordarea-fata-de-oltchim-sa-fie-complet-schimbata-joi-vom-prezenta-planul-de-relansare-21-19-23>.

- (28) Il 17 ottobre 2012 il segretario di Stato del ministero dell'Economia ha dichiarato alla stampa che parti di Oltchim sarebbero state riaperte nel giro di pochi giorni e che il governo intendeva concedere un aiuto per il salvataggio di 20 milioni di EUR a Oltchim ⁽²²⁾.
- (29) Il 24 ottobre 2012 Oltchim è riuscita a riavviare la produzione grazie a un cambiamento delle condizioni degli scambi concesso a Oltchim da due fornitori pubblici (CET Govora e Societatea Națională a Sării Salrom) ⁽²³⁾:
- CET Govora ha firmato un nuovo contratto per la fornitura di energia elettrica con Oltchim il 15 settembre 2012 e ha successivamente accettato di aumentare la fornitura di energia elettrica (inizialmente dal 25 ottobre 2012 e poi dal 12 novembre 2012) e di continuare quindi le forniture dal 1° gennaio 2013. Tali variazioni del rapporto contrattuale con Oltchim sembrano essere state adottate nel contesto dell'attuazione di diverse decisioni ⁽²⁴⁾ emesse dal consiglio del distretto di Vâlcea per garantire la fornitura di energia elettrica a Oltchim;
 - Societatea Națională a Sării («Salrom») ha accettato la proroga dei pagamenti per le sue forniture.
- (30) Il 15 novembre 2012 il ministro dell'Economia ha rilasciato dichiarazioni alla stampa in merito all'impegno del governo a mantenere Oltchim in attività: *«L'idea dell'insolvenza diventerà superflua nel momento in cui avremo concluso l'accordo con i principali creditori. Questo è il motivo per cui abbiamo concluso un accordo di ristrutturazione che prevede appunto una ristrutturazione controllata in accordo con i principali creditori di Oltchim. In questo modo non ci sveglieremo domattina con i principali creditori (banche, creditori privati, operatori commerciali, fornitori di materie prime) che chiedono una dichiarazione di insolvenza di Oltchim. Con questo accordo miriamo a poter riavviare, salvare e ristrutturare Oltchim in maniera controllata, con il consenso dei creditori»* ⁽²⁵⁾.
- (31) Il 23 novembre 2012 il ministero delle Finanze, il ministero dell'Economia, il ministero dei Trasporti e delle infrastrutture, l'AAAS e l'OPSPI ⁽²⁶⁾ hanno firmato un memorandum d'intesa (il «memorandum») con i creditori di Oltchim, ovvero varie banche private e di proprietà statale, nonché imprese statali quali Electrica, Salrom, CFR Marfă SA. Le parti contraenti del memorandum hanno concordato che il ministero dell'Economia e l'OPSPI avrebbero istituito una società veicolo (SPV) priva di debiti con capitale interamente detenuto dallo Stato (Oltchim SPV), non oltre il 1° gennaio 2013, in maniera tale da consentire alle banche di erogare in maniera sicura il sostegno finanziario necessario per la ripresa della produzione presso Oltchim. A tale riguardo, con decreto d'urgenza del governo n. 59/2012, il governo ha incaricato il ministero dell'Economia di avviare l'iter legale per la costituzione di una società veicolo.
- (32) Tuttavia, sebbene il memorandum e gli obiettivi fissati nello stesso siano stati mantenuti, il ministero dell'Economia ha temporaneamente abbandonato i piani di costituzione della società veicolo Oltchim SPV nel breve termine. Al contrario, il 30 gennaio 2013, Oltchim, su propria iniziativa, ha avviato la procedura di insolvenza disciplinata dalla legge n. 85/2006 («la legge in materia di insolvenza»).

2.2.4. La procedura di insolvenza di Oltchim a partire dal 30 gennaio 2013

2.2.4.1. Il quadro giuridico: la legge romena in materia di insolvenza

- (33) La legge in materia di insolvenza prevede una procedura collettiva per la copertura delle passività di un debitore in condizioni di insolvenza.
- (34) In seguito all'avvio da parte di un'impresa di una procedura di insolvenza collettiva, il potere decisionale sulle attività amministrative di tale impresa passa dagli azionisti a un amministratore speciale che dovrebbe agire nel migliore interesse dell'impresa ⁽²⁷⁾. In ragione della revoca del diritto di amministrare, l'impresa viene quindi rappresentata e gestita da un curatore/liquidatore nominato da un organo giurisdizionale, a seconda dell'opzione scelta. Il mandato di tale amministratore speciale si riduce quindi a rappresentare i migliori interessi degli azionisti.

⁽²²⁾ Cfr. ad esempio l'articolo del 17 ottobre 2012 disponibile all'indirizzo: <http://economie.hotnews.ro/stiri-companii-13431372-daniel-chitoiu-spune-luni-reporni-productia-una-dintre-sectiile-oltchim.htm>.

⁽²³⁾ Le osservazioni presentate dalle autorità rumene l'11 marzo 2013 e il 7 febbraio 2013.

⁽²⁴⁾ Decisione n. 27 del 31 agosto 2012, decisione n. 58 del 31 ottobre 2012, decisione n. 61 del 16 novembre 2012, decisione n. 86 del 28 dicembre 2012.

⁽²⁵⁾ Cfr. articolo di stampa disponibile all'indirizzo: <http://economie.hotnews.ro/stiri-companii-13622312-exclusiv-daniel-chitoiu-compania-oltchim-pregatita-pentru-noua-privatizare-urma-aplicarii-unui-plan-restructurare-care-presupune-externalizarea-unor-activitati-servicii-conexe.htm>.

⁽²⁶⁾ Ufficio per la partecipazione dello Stato alla privatizzazione dell'industria (Oficiului Participatorilor Statului si Privatizării in Industrie).

⁽²⁷⁾ Articolo 18 della legge in materia di insolvenza.

- (35) L'assemblea generale degli azionisti dell'impresa nomina il curatore speciale che deve essere approvato dall'organo giurisdizionale (un cosiddetto curatore designato dall'organo giurisdizionale). Entro il termine stabilito dal giudice preposto alla gestione del fallimento (un giudice con poteri speciali in materia di procedure concorsuali), il curatore o il liquidatore designato dall'organo giurisdizionale deve preparare e presentare a detto giudice una relazione sulle ragioni e sulle circostanze che hanno portato all'insolvenza del debitore ⁽²⁸⁾. Tale relazione deve specificare se esiste la possibilità di ristrutturare l'attività del debitore oppure se esiste qualsiasi motivo per cui una sua ristrutturazione non è possibile. In quest'ultimo caso, il curatore designato dall'organo giurisdizionale dovrebbe proporre l'avvio di una procedura di fallimento. Se il curatore designato dall'organo giurisdizionale indica la possibilità di un recupero dell'attività del debitore sulla base di un piano di ristrutturazione giudiziaria («il piano di ristrutturazione» o «il piano»), specificherà chi sarà incaricato della stesura del piano di ristrutturazione (il debitore oppure il curatore designato dall'organo giurisdizionale da solo o congiuntamente a uno o più creditori).
- (36) In seguito all'apertura della procedura, tutte le domande di soddisfacimento dei crediti presentate dai creditori vengono sospese e non è possibile presentarne di nuove ⁽²⁹⁾. Tutti i fornitori di servizi (energia elettrica, gas, acqua, telefonia) non sono autorizzati a modificare, rifiutare o interrompere temporaneamente tali servizi a favore del debitore nel caso in cui quest'ultimo sia un consumatore vincolato ⁽³⁰⁾.
- (37) Il curatore designato dall'organo giurisdizionale notifica ai creditori la richiesta di presentazione da parte di questi ultimi di una dichiarazione dei crediti vantati nei confronti del debitore entro un termine di legge stabilito dalla decisione del giudice preposto alla gestione del fallimento al momento dell'avvio della procedura di insolvenza. Su questa base, il curatore designato dall'organo giurisdizionale prepara un cosiddetto elenco preliminare dei creditori. Tale elenco comprende i creditori suddivisi in due categorie principali: i creditori privilegiati (creditori con crediti detenuti da entità che beneficiano di garanzie su beni facenti parte del patrimonio del debitore, a prescindere dal fatto che si tratti del debitore principale o di un terzo garante per i beneficiari delle garanzie) e i creditori chirografari (creditori con crediti che non beneficiano di alcuna garanzia in relazione al patrimonio del debitore). Altre categorie di crediti da includere nell'elenco sono: retribuzioni e creditori di bilancio.
- (38) Il debitore, i creditori e ogni altra parte interessata hanno il diritto di impugnare l'elenco preliminare dei creditori dinanzi al giudice preposto alla gestione del fallimento ⁽³¹⁾. Una volta risolte tutte le eventuali impugnazioni, il curatore designato dall'organo giurisdizionale prepara un elenco definitivo dei creditori, indicando l'importo, la priorità e il tipo (crediti assistiti o non assistiti da garanzie) di ciascun credito e lo invia all'organo giurisdizionale per l'approvazione. Una volta risolte tutte le impugnazioni, l'elenco diventa definitivo.
- (39) La legge in materia di insolvenza prevede due procedure alternative:
- a) la *ristrutturazione giudiziaria* (articoli 94-105 della legge in materia di insolvenza disciplinata dalle norme sulla procedura generale) che mira a realizzare una ristrutturazione dell'attività del debitore al fine di soddisfare i crediti vantati dai creditori secondo il piano di pagamento dei crediti; oppure
 - b) la *procedura di fallimento* (articoli 107-129 della legge in materia di insolvenza disciplinata dalle norme sulla procedura semplificata) nel contesto della quale l'attività del debitore viene ridotta soltanto alle misure necessarie per la liquidazione dell'impresa con l'obiettivo di liquidare i debiti vendendo gli attivi e recuperando i crediti.
- (40) La ristrutturazione giudiziaria è la procedura applicata al debitore affinché questi paghi i suoi debiti a seguito di una riorganizzazione delle sue attività e secondo un piano di pagamento. Tale procedura implica la preparazione, l'approvazione, l'attuazione e il rispetto di un piano di ristrutturazione che può prevedere, nel suo complesso o separatamente: a) una ristrutturazione operativa e/o finanziaria del debitore; b) una ristrutturazione aziendale mediante modifica della struttura del capitale sociale; o c) una limitazione dell'attività mediante la liquidazione di taluni attivi.
- (41) Il curatore designato dall'organo giurisdizionale prepara il piano di ristrutturazione unitamente all'elenco dei creditori e lo invia all'organo giurisdizionale per l'approvazione da parte di quest'ultimo. Il piano deve altresì essere discusso e approvato dai creditori. La legge in materia di insolvenza prevede le seguenti categorie distinte di crediti, i cui titolari votano separatamente: a) crediti assistiti da garanzie; b) crediti per retribuzioni; c) crediti di bilancio; d) crediti non assistiti da garanzie stabiliti ai sensi dell'articolo 96, primo comma, ossia i cosiddetti fornitori essenziali; e) altri crediti non assistiti da garanzie ⁽³²⁾.

⁽²⁸⁾ Articolo 59 della legge in materia di insolvenza.

⁽²⁹⁾ Articolo 36 della legge in materia di insolvenza.

⁽³⁰⁾ Articolo 38 della legge in materia di insolvenza.

⁽³¹⁾ Articolo 73 della legge in materia di insolvenza.

⁽³²⁾ Articolo 100, terzo comma, della legge in materia di insolvenza.

- (42) Ai sensi degli articoli 100 e 101 della legge in materia di insolvenza:
- a) il piano è considerato accettato se la maggioranza assoluta delle categorie di creditori vota a favore del piano, a condizione che almeno una delle categorie svantaggiate ⁽³³⁾ accetti il piano;
 - b) il piano è considerato accettato da una categoria di creditori se nel contesto di tale categoria il piano è accettato da una maggioranza assoluta in termini di valore dei crediti appartenenti a tale categoria;
 - c) ciascun credito conferisce un diritto di voto che il titolare esercita per la categoria di crediti che include il credito corrispondente;
 - d) ciascuna categoria svantaggiata di creditori che respinge il piano sarà trattata in maniera leale ed equa nel contesto del piano.
- (43) Ai sensi della definizione di cui all'articolo 3, ventunesimo comma, della legge in materia di insolvenza, il termine «categoria svantaggiata» indica una categoria di crediti per la quale il piano di ristrutturazione prevede almeno una delle seguenti modifiche per tale categoria:
- a) diminuzione dell'importo del credito;
 - b) diminuzione dei titoli o di altri elementi accessori, quali la riprogrammazione dei pagamenti a svantaggio del creditore;
 - c) il valore aggiornato secondo il tasso di interesse di riferimento della Banca nazionale di Romania, fatto salvo quanto diversamente stabilito nel contratto relativo a tale credito o in leggi speciali, risulta essere inferiore al valore registrato nell'elenco consolidato dei crediti.
- (44) Nel momento in cui la decisione di conferma di un piano acquisisce efficacia, l'attività del debitore deve essere ristrutturata di conseguenza, i crediti e i diritti dei creditori e di altre parti interessate vengono modificati come previsto dal piano. Nel caso in cui non venga confermato alcun piano, il giudice preposto alla gestione del fallimento ordina l'avvio immediato della procedura di fallimento.
- (45) La procedura di fallimento prevede la liquidazione degli attivi del debitore al fine di coprire i passivi, seguita dalla radiazione del debitore dal registro delle imprese.
- (46) Ai sensi dell'articolo 107 della legge in materia di insolvenza, un debitore è soggetto a una procedura di fallimento nei seguenti casi:
- a) su richiesta del debitore stesso che presenta al giudice preposto alla gestione del fallimento una dichiarazione di richiesta di avvio diretto della procedura di fallimento; oppure
 - b) qualora il debitore abbia inizialmente dichiarato la propria intenzione di avviare una ristrutturazione ma non abbia poi proposto un piano di ristrutturazione oppure qualora il piano proposto non sia stato accettato e confermato.
- (47) Durante la procedura di fallimento, vi sono due categorie di attivi soggetti a vendita (attivi costituiti in pegno/garanzia e attivi non costituiti in pegno/garanzia) e, di conseguenza, vi sono due modalità di distribuzione tra i creditori degli importi ricevuti da una vendita (articolo 121 per gli attivi costituiti in pegno e articolo 123 per gli attivi non costituiti in pegno e per eventuali eccedenze derivanti dalla vendita di attivi costituiti in pegno). La liquidazione inizia immediatamente dopo il completamento dell'inventario degli attivi del patrimonio del debitore da parte del liquidatore. Gli attivi possono essere venduti congiuntamente, come un gruppo operativo, oppure individualmente. A seconda delle circostanze del caso e, se possibile, gli attivi del debitore devono essere valutati singolarmente e in blocco, in quanto gruppo funzionale.
- (48) Ai sensi dell'articolo 121 della legge in materia di insolvenza, si applica il seguente ordine di distribuzione dei fondi ottenuti dalla vendita degli attivi del debitore costituiti in pegno: 1) imposte, marche da bollo e altre spese relative alla vendita di tali attivi, comprese le spese sostenute per la conservazione e l'amministrazione di tali attivi, nonché per la remunerazione dei liquidatori; e 2) crediti dei creditori privilegiati.
- (49) Nel caso in cui le somme ottenute dalla vendita di attivi costituiti in pegno siano insufficienti per il pagamento integrale dei creditori privilegiati, questi ultimi riceveranno la differenza attingendo ai crediti non garantiti. Se dopo il pagamento degli importi ai creditori privilegiati si ha un'eccedenza, quest'ultima sarà distribuita tra i creditori chirografari.

⁽³³⁾ Articolo 3, ventunesimo comma, della legge in materia di insolvenza.

- (50) Ai sensi dell'articolo 123 della legge in materia di insolvenza, i crediti devono essere soddisfatti come segue: 1) imposte, marche e altre spese relative alla procedura; 2) crediti per retribuzioni; 3) crediti concessi da istituti di credito dopo l'apertura della procedura, nonché crediti risultanti dal mantenimento dell'attività del debitore dopo l'apertura della procedura (debiti correnti); 4) crediti di bilancio; 5-7) altri crediti (quali assegni per figli a carico, assegni familiari, prestiti bancari); 8) altri crediti chirografari.

2.2.4.2. Preparazione e approvazione del piano di ristrutturazione di Oltchim

- (51) Con decisione dei creditori in occasione dell'assemblea del 15 aprile 2013, Rominsolv S.p.r.l e B.D.O. – Business Restructuring S.p.r.l. («R/BDO») sono state nominate curatori fallimentari ufficiali di Oltchim («il consorzio»). Il 13 maggio 2013 tale nomina è stata confermata dall'organo giurisdizionale.
- (52) All'udienza del 19 giugno 2013, Oltchim ha manifestato l'intenzione di avviare una ristrutturazione giudiziaria e di soddisfare i crediti ricorrendo a un piano di ristrutturazione. Tale richiesta si basava su una «relazione sulle cause dell'insolvenza», predisposta dal consorzio, ai sensi dell'articolo 59, primo e terzo comma, della legge in materia di insolvenza. La relazione sulle cause dell'insolvenza menzionava l'esistenza di una reale possibilità di realizzare un'efficace ristrutturazione dell'attività del debitore, nel contesto di un piano di ristrutturazione controllato dall'organo giurisdizionale, che il consorzio intendeva preparare e sottoporre a detto organo giurisdizionale.
- (53) Il 3 giugno 2013 i curatori designati dall'organo giurisdizionale hanno nominato Winterhill S.r.l per l'esecuzione della valutazione del valore di mercato e del valore di liquidazione degli attivi di Oltchim («la relazione Winterhill»), un'attività necessaria per la preparazione del piano di pagamento.
- (54) Winterhill S.r.l. ha stabilito il valore di mercato degli attivi di Oltchim e il loro valore di liquidazione in conformità con le norme internazionali di valutazione come segue:
- a) per il valore di mercato: *«l'importo al quale un bene potrebbe essere scambiato alla data di valutazione tra un acquirente e un venditore consenzienti nel quadro di un'operazione avente un prezzo determinato in maniera obiettiva, dopo un'adeguata promozione commerciale, nell'ambito della quale entrambe le parti hanno agito con cognizione di causa, con prudenza e senza essere soggette a costrizioni»;*
 - b) per il valore di liquidazione (o valore di vendita forzata): *«l'importo che si potrebbe ragionevolmente realizzare dalla vendita di un bene in un periodo di tempo più breve rispetto a quello di una promozione commerciale richiesto per garantire la coerenza con il valore di mercato definito».*
- (55) La relazione Winterhill ha valutato le diverse classi di attivi di Oltchim ⁽³⁴⁾ utilizzando metodi di valutazione diversi a seconda del tipo di attivi valutati (metodo del confronto con il mercato o metodo del costo netto di sostituzione).
- (56) Per quanto riguarda la valutazione delle immobilizzazioni (impianti, attrezzature e macchinari), la relazione Winterhill stimava un cosiddetto valore di mercato in situ e un valore di mercato *ex situ*. Secondo la relazione Winterhill, il valore di mercato in situ implica che lo stabilimento sia pienamente operativo per un ulteriore utilizzo presso il suo sito operativo. Tale valore tiene conto dei costi di installazione, ossia elettrici e meccanici, che sono significativi nel caso di tali impianti. Il valore di mercato *ex situ* implica invece che l'impianto non sia operativo e che i singoli attivi siano valutati in relazione alla loro rimozione a spese dell'acquirente. Nel caso di Oltchim, le apparecchiature elettriche e meccaniche sono state considerate avere un valore trascurabile e, a seconda della loro complessità, sono state persino ritenute avere un impatto negativo sul valore di un bene. Il valore di liquidazione delle immobilizzazioni è stato definito nella relazione Winterhill come il valore di mercato *ex situ* meno i costi stimati per lo smantellamento e la rimozione dai locali industriali. Tale valore includeva una stima dei costi per lo sgombero e la preparazione degli attivi per la vendita che si prevedeva sarebbero stati significativi nel caso di Oltchim, in ragione della natura inquinante e pericolosa di numerosi materiali utilizzati all'interno degli impianti. Detto valore comprendeva altresì accantonamenti per le spese di commercializzazione, le spese di vendita, le commissioni dei venditori e i costi del personale coinvolto.
- (57) Il 20 luglio 2013 Winterhill S.r.l. ha completato la sua valutazione. La relazione Winterhill ha stimato a 293,7 milioni di EUR (circa 1 270 milioni di RON) il valore di mercato di Oltchim e a 141 milioni di EUR (636 milioni di RON) il valore di liquidazione della stessa, di cui 108 milioni di EUR (491 milioni di RON) relativi ad attivi assistiti da garanzie e circa 32 milioni di EUR (145 milioni di RON) per attivi non assistiti da garanzie ⁽³⁵⁾.

⁽³⁴⁾ La relazione opera una distinzione tra le seguenti classi di attivi: i) immobilizzazioni – terreni; ii) immobilizzazioni – edifici e costruzioni speciali; iii) immobilizzazioni – impianti, attrezzature, macchinari; iv) scorte; v) attività finanziarie; vi) attivi immateriali – marchio, notorietà, marchi, brevetti; e vii) investimenti in corso.

⁽³⁵⁾ Per il valore di mercato cfr. allegato 1C della relazione. Per il valore di liquidazione cfr. allegato 1D della relazione.

- (58) La relazione Winterhill è stata presentata all'assemblea dei creditori il 2 dicembre 2013 e approvata il 4 dicembre 2013. Inizialmente l'AAAS ha contestato la valutazione contenuta nella relazione Winterhill e ha impugnato la decisione dell'assemblea dei creditori che la approvava. Di conseguenza l'organo giurisdizionale ha approvato un'ulteriore verifica della relazione di valutazione e ha infine respinto l'impugnazione dell'AAAS, rilevando inoltre che l'AAAS non aveva condizionato il suo voto in merito al piano al risultato di un riesame di tale relazione ⁽³⁶⁾.
- (59) Sulla scorta della relazione Winterhill, nel mese di luglio del 2013, i curatori designati dall'organo giurisdizionale hanno preparato il piano di ristrutturazione di Oltchim. Tale piano mirava principalmente a trovare un nuovo investitore che si facesse carico degli attivi/delle attività aziendali di Oltchim. La vendita poteva aver luogo secondo una delle tre opzioni proposte descritte in appresso.

Prima opzione - creazione di una nuova entità (Oltchim SPV) e trasferimento di tutti gli attivi redditizi da Oltchim SA a quest'ultima; vendita delle azioni di Oltchim SPV

- (60) Oltchim SPV doveva essere un'impresa priva di debiti che avrebbe assunto la parte funzionale di Oltchim SA come impresa in regime di continuità. ⁽³⁷⁾ Oltchim SPV doveva essere una società detenuta al 100 % da Oltchim SA e destinata a essere venduta a un investitore nell'arco di 1-3 anni. Il prezzo per la vendita delle azioni di Oltchim SPV era stimato a 306 milioni di EUR e il prezzo iniziale minimo doveva essere fissato a un livello superiore a tale specifico importo. Tale prezzo era stato stimato facendo riferimento a un valore di mercato di 293,7 milioni di EUR stabilito nella relazione Winterhill ⁽³⁸⁾.
- (61) Dato che talune attività trasferite a Oltchim SPV erano soggette a ipoteca a favore di taluni creditori di Oltchim SA, l'oggetto della loro garanzia doveva essere sostituito con azioni emesse da Oltchim SPV in maniera proporzionale agli importi della loro garanzia. I creditori privilegiati dovevano quindi aver diritto (entro 10 giorni dalla conferma del piano di ristrutturazione da parte del giudice preposto alla gestione del fallimento) di optare per l'eliminazione delle garanzie esistenti sugli attivi a fronte del pagamento integrale del prezzo delle azioni di Oltchim SPV.
- (62) I creditori di Oltchim dovevano essere pagati in base agli importi previsti nel piano di pagamento (cfr. *tabella 3*).

Seconda opzione - Conversione del debito in azioni

- (63) I creditori di Oltchim potevano convertire i loro crediti in capitale azionario (azioni di Oltchim SA) in maniera proporzionale e in conformità con gli importi previsti nel piano di pagamento (cfr. *tabella 3*); oppure

Terza opzione - Conversione del debito in attivi

- (64) Taluni dei crediti verso lo Stato sarebbero stati soddisfatti tramite il trasferimento a titolo gratuito di attivi di Oltchim SA, ossia terreni ed edifici.
- (65) Il piano prevedeva due scenari per la prosecuzione dell'attività di Oltchim, ossia:
- a) *scenario A*: l'attività aziendale di Oltchim sarebbe continuata con il riavvio dell'impianto degli osso-alcoli, per il quale non erano necessarie fonti di finanziamento esterne;
 - b) *scenario B*: l'attività aziendale di Oltchim sarebbe migliorata riavviando l'impianto per l'anidride ftalica-DOP ricorrendo a fonti di finanziamento esterne.
- (66) Il piano specificava il periodo di attuazione, ossia tre anni dalla conferma del piano da parte del giudice. Durante tale periodo, l'amministratore speciale avrebbe dovuto garantire l'amministrazione di Oltchim, sotto la supervisione del curatore designato dall'organo giurisdizionale.

⁽³⁶⁾ Come menzionato nella sentenza dell'organo giurisdizionale del 22 aprile 2015 che approvava il piano di ristrutturazione di Oltchim, causa n. 887/90/2013, pagine 21 e 32.

⁽³⁷⁾ Quanto segue doveva essere trasferito a Oltchim SPV: gli attivi di Oltchim SA situati presso la piattaforma industriale di Râmnicu Vâlcea e/o la divisione petrolchimica di Bradu; i diritti di proprietà intellettuale; il marchio; i clienti; i contratti firmati con fornitori e clienti; nonché tutti i dipendenti di Oltchim SA esistenti all'epoca del trasferimento presso ciascun sito industriale, nonché tutte le autorizzazioni e tutti i permessi necessari per il funzionamento e le attività della società.

⁽³⁸⁾ Ai sensi del diritto rumeno, il prezzo di partenza della negoziazione deve essere superiore alla stima del valore di mercato degli attivi.

- (67) In seguito alla risoluzione di tutte le impugnazioni, il 9 gennaio 2015 il curatore designato dall'organo giurisdizionale ha compilato e inviato a detto organo l'elenco definitivo dei creditori di Oltchim, indicando l'importo, la priorità e lo stato (assistito da garanzie o meno) di ciascun credito. L'elenco comprendeva cinque categorie di creditori: 1) creditori privilegiati; 2) creditori per retribuzioni; 3) creditori di bilancio; 4) creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza (i cosiddetti «fornitori essenziali»); e 5) altri creditori chirografari. L'elenco dei creditori presentato è riportato nella tabella 1 in appresso.

Tabella 1

Elenco dei creditori così come presentato nella tabella dei crediti

Categorie di creditori	Debito totale in RON	Debito totale in EUR (*)	% all'interno della categoria di debito
1) Creditori privilegiati di cui:	890 222 871	195 849 032	
ALPHA Bank Romania	3 066 386	674 605	0,34
Areleco Power SRL	15 000 000	3 300 000	1,68
AAAS (**)	9 445 548	2 078 021	1,06
Erste Group Bank AG	229 058 167	50 392 797	25,73
Banca Transilvania SA	159 957 116	35 190 566	17,97
Bancpost SA	2 494 327	548 752	0,28
Bulrom Gas Impex SRL	23 776 278	5 230 781	2,67
Calvi Trade Limited	23 724 237	5 219 332	2,66
CEC Bank	56 321 014	12 390 623	6,33
Chemimpex Ltd	26 012	5 723	0,003
DGFP Craiova	5 709 799	1 256 156	0,64
Electrica Furnizare SA	26 832 832	5 903 223	3,01
Electrica SA.	200 951 974	44 209 434	22,57
Garanti Bank SA	1 382 676	304 189	0,16
Honeywell Romania Srl	7 056 360	1 552 399	0,79
ING bank N.V.	183 157	40 295	0,02
MFC Commodities GmbH	13 155 900	2 894 298	1,48
OMV Petrom SA.	55 519 911	12 214 380	6,24
Polchem Societe Anonyme	23 714 748	5 217 245	2,66
Salrom e la società mineraria Rm Vâlcea	15 750 820	3 465 180	1,77
Unicredit Tirioc Bank SA	17 095 609	3 761 034	1,92

Categorie di creditori	Debito totale in RON	Debito totale in EUR (*)	% all'interno della categoria di debito
2) Retribuzioni	9 704 264	2 134 938	
3) Creditori di bilancio di cui:	1 274 807 584	280 457 668	
AAAS	1 191 856 674	262 208 468	93,49
Amministrazione del fondo per l'ambiente (Administrația Fondului pentru Mediu)	59 205 056	13 025 112	4,64
Ente nazionale rumeno per l'acqua (Apele Române)	872 967	192 053	0,07
DGFP Craiova	19 732 303	4 341 107	1,55
Autorità rumena di regolamentazione dell'energia	18 484	4 066	0,001
Municipio di Bradu	1 000 653	220 144	0,08
Municipio di Rm. Vâlcea	2 118 976	466 175	0,17
Municipio di Băbeni	2 471	544	0,0002
4) Creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza	150 384 370	33 084 561	
CET Govora	136 899 919	30 117 982	91,03
Ente nazionale rumeno per l'acqua	13 484 451	2 966 579	8,97
5) Altri creditori chirografari di cui (esempi):	1 129 340 017	248 454 804	
Electrica SA.	457 583 381	100 668 344	40,52
Electrica Furnizare SA.	29 700 994	6 534 219	2,63
Erste Group Bank	116 868 626	25 711 098	10,35
ING bank N.V.	13 431 574	2 954 946	1,19
CFR Marfă	115 293 055	25 364 472	10,21
Salrom e la società mineraria Rm Vâlcea	15 076 968	3 316 933	1,34
MFC Commodities GmbH	149 703 788	32 934 833	13,26
Kronos Worldwide Limited	51 660 368	11 365 281	4,57
Totale	3 454 458 105	759 980 783	

(*) Tasso di cambio utilizzato: 1 RON = 0,22 EUR.

(**) I creditori pubblici o le imprese di proprietà dello Stato (imprese statali) sono evidenziati in «grassetto».

- (68) I debiti in essere di Oltchim nei confronti dello Stato o di imprese di proprietà statale («imprese statali») ammontavano a circa 519 milioni di EUR, di cui circa 264 milioni di EUR verso l'AAAS, circa 232 milioni di EUR verso varie imprese statali (di cui circa 145 milioni di EUR verso Electrica), circa 19 milioni di EUR verso enti nazionali e regionali (ad esempio circa 13 milioni di EUR verso l'Amministrazione del fondo per l'ambiente) e circa 12 milioni di EUR verso la banca statale CEC Bank.

Tabella 2

Creditori pubblici di Oltchim

Creditore	Debito totale in RON	Debito totale in EUR	% rispetto al debito totale
Creditori di bilancio			
AAAS	1 201 301 222	264 286 269	34,77
DGFP Craiova	25 442 102	5 597 262	0,73
Amministrazione del fondo per l'ambiente (Administrația Fondului pentru Mediu)	59 205 056	13 025 112	1,71
Ente nazionale rumeno per l'acqua	14 357 418	3 158 632	0,41
Autorità rumena di regolamentazione dell'energia	18 484	4 066	0,00054
Municipio di Bradu	1 000 653	220 144	0,028
Municipio di Rm.Vâlcea	2 118 976	466 175	0,06
Municipio di Băbeni	2 471	544	0,00007
Imprese di proprietà statale (esempi)			
CEC Bank	56 321 014	12 390 623	1,63
Salrom	30 827 788	6 782 113	0,89
CET Govora	136 899 919	30 117 982	3,96
Electrica SA	658 535 355	144 877 778	19,06
Electrica Furnizare	56 533 826	12 437 442	1,63
CFR Marfă	115 293 055	25 364 472	3,33
Totale	2 357 857 339	518 728 615	68,25

- (69) I seguenti creditori vantavano i crediti maggiori nei confronti di Oltchim: AAAS (circa il 35 % del debito totale), Electrica (19 % del debito totale), Erste Group Bank AG (10 % del debito totale), MFC Commodities GmbH (4,71 % del debito totale), Banca Transilvania SA (4,63 % del debito totale), CET Govora (3,96 % del debito totale), CFR Marfă (3,34 % del debito totale) e CEC Bank (1,63 % del debito totale).
- (70) Il 4 febbraio 2015 il curatore designato dall'organo giurisdizionale ha inviato il piano di ristrutturazione unitamente all'elenco dei creditori a detto organo. In occasione dell'assemblea del 9 marzo 2015 i creditori hanno discusso e approvato il piano conformemente all'articolo 101 della legge in materia di insolvenza.
- (71) Più concretamente, ai sensi del piano approvato:
- a) il prezzo ottenuto dalla vendita di Oltchim SPV (stimato nel piano ammontare a 306 milioni di EUR) doveva essere utilizzato in via prioritaria per il pagamento delle varie spese amministrative relative al trasferimento degli attivi di Oltchim SA ad Oltchim SPV, degli onorari dei curatori designati dall'organo giurisdizionale e delle imposte sul reddito realizzato, nonché per il soddisfacimento dei debiti correnti di Oltchim SA, sostenuti dopo l'avvio della procedura di insolvenza ⁽³⁹⁾;

⁽³⁹⁾ Dopo l'avvio della procedura di insolvenza, a seguito della prosecuzione dell'attività, Oltchim ha accumulato ulteriori debiti, principalmente verso imprese statali quali CET Govora, la società nazionale di approvvigionamento idrico e DGFP Craiova. I dati per il 30 novembre 2014, presentati all'organo giurisdizionale unitamente al piano, indicano che le passività correnti di Oltchim ammontavano a 221 495 571 RON (circa 50 milioni di EUR), di cui circa 8,8 milioni di EUR per debiti pubblici.

- b) dopo aver effettuato i pagamenti di cui al punto a), l'importo restante (*l'importo netto*), compreso tra circa 212 milioni di EUR a 231 milioni di EUR, doveva essere utilizzato per pagare parzialmente i debiti pregressi di Oltchim SA, secondo il piano di pagamento approvato (cfr. *tabella 3*).

Tabella 3

Piano di pagamento

Categorie di creditori	Debito totale (EUR)	Importi distribuiti (EUR)		% copertura	
		min.	max.	min.	max.
1) Creditori privilegiati	195 849 032	143 509 496	156 394 852	73	80
ALPHA Bank Romania SA	674 605	494 321	538 705		
Arelco Power SRL	3 300 000	2 418 097	2 635 211		
AAAS	2 078 021	1 522 522	1 659 225		
Erste Group Bank AG	50 392 797	36 925 654	40 241 112		
Banca Transilvania SA	35 190 566	25 786 119	28 101 387		
Bancpost SA	548 752	402 102	438 205		
Bulrom Gas Impex SRL	5 230 781	3 832 889	4 177 035		
Calvi Trade Limited	5 219 332	3 824 500	4 167 892		
CEC Bank	12 390 623	9 079 311	9 894 518		
Chemimpex Ltd	5 723	4 193	4 570		
DGFP Craiova	1 256 156	920 456	1 003 102		
Electrica Furnizare SA	5 903 223	4 325 625	4 714 012		
Electrica SA	44 209 434	32 394 743	35 303 395		
Garanti Bank SA	304 189	222 896	242 909		
Honeywell Romania Srl	1 552 399	1 137 531	1 239 667		
ING Bank NV	40 295	29 526	32 177		
MFC Commodities GmbH	2 894 298	2 120 816	2 311 238		
OMV PETROM SA	12 214 380	8 950 168	9 753 780		
Polchem SA	5 217 245	3 822 970	4 166 225		
Salrom e la società mineraria Rm Vâlcea	3 465 180	2 539 134	2 767 116		
Unicredit Tirioc Bank SA	3 761 034	2 755 922	3 003 370		

Categorie di creditori	Debito totale (EUR)	Importi distribuiti (EUR)		% copertura	
		min.	max.	min.	max.
2 Retribuzioni	2 134 938	2 134 938	2 134 938	100	100
3) Creditori di bilancio	280 457 668	49 485 271	55 007 562	18	20
AAAS	262 208 468	46 265 297	51 428 256		
Amministrazione del fondo per l'ambiente	13 025 112	2 298 212	2 554 680		
Ente nazionale rumeno per l'acqua	192 053	33 887	37 668		
DGFP Craiova	4 341 107	765 965	851 443		
Autorità rumena di regolamentazione dell'energia	4 066	717	798		
Municipio di Bradu	220 144	38 843	43 178		
Municipio di Rm. Vâlcea	466 175	82 254	91 433		
Municipio di Băbeni	544	96	107		
4) Creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza	33 084 561	9 883 865	9 883 865	30	30
CET Govora	30 117 982	8 997 613	8 997 613		
Ente nazionale rumeno per l'acqua	2 966 579	886 252	886 252		
5) Altri creditori chirografari di cui (esempi):	248 454 804	0	0	0	0
Electrica SA.	100 668 344	0	0		
Electrica Furnizare SA.	6 534 219	0	0		
Erste Group Bank	25 711 098	0	0		
ING bank N.V.	2 954 946	0	0		
CFR Marfă	25 364 472	0	0		
Salrom e la società mineraria Rm Vâlcea	3 316 933	0	0		
MFC Commodities GmbH	32 934 833	0	0		
Kronos Worldwide Limited	11 365 281	0	0		
Totale:	759 980 783	205 013 570	223 421 217		

- (72) Secondo il piano di pagamento di cui sopra, si doveva applicare la seguente copertura del debito:
- a) retribuzioni, copertura del debito al 100 %;
 - b) creditori privilegiati, copertura del debito al 73-80 %;
 - c) fornitori essenziali (imprese statali: CET Govora ed Ente nazionale per l'acqua), copertura del debito al 30 %;
 - d) creditori di bilancio (ad esempio AAAS, Amministrazione del fondo per l'ambiente), copertura del debito al 18-20 %;
 - e) altri creditori chirografari (ad esempio Electrica ed Electrica Furnizare), copertura del debito allo 0 %.
- (73) Tale piano comporta pertanto una sostanziale cancellazione del debito, in particolare per quanto concerne i creditori di bilancio, come risulta dalle tabelle 4 e 5.

Tabella 4

Debiti da cancellare

Categoria di creditori	Debito totale (RON)	Debito totale (EUR)	Debito da cancellare ai sensi del piano (EUR)	
			Min.	Max.
1) Creditori privilegiati di cui:	890 222 871	195 849 032	39 453 960	52 339 316
ALPHA Bank Romania SA	3 066 386	674 605	135 900	180 284
Arelco Power SRL	15 000 000	3 300 000	664 789	881 903
AAAS	9 445 548	2 078 021	418 575	555 278
Erste Group Bank AG	229 058 167	50 392 797	10 151 685	13 467 143
Banca Transilvania SA	159 957 116	35 190 566	7 089 178	9 404 447
Bancpost SA	2 494 327	548 752	110 547	146 650
Bulrom Gas Impex SRL	23 776 278	5 230 781	1 053 747	1 397 892
Calvi Trade Limited	23 724 237	5 219 332	1 051 440	1 394 832
CEC Bank	56 321 014	12 390 623	2 496 105	3 311 312
Chemimpex Ltd	26 012	5 723	1 153	1 529
DGFP Craiova	5 709 799	1 256 156	253 054	335 699
Electrica Furnizare SA	26 832 832	5 903 223	1 189 211	1 577 598
Electrica SA	200 951 974	44 209 434	8 906 039	11 814 691
Garanti Bank SA	1 382 676	304 189	61 279	81 292
Honeywell Romania Srl	7 056 360	1 552 399	312 733	414 869
ING Bank NV	183 157	40 295	8 117	10 769
MFC Commodities GmbH	13 155 900	2 894 298	583 060	773 482
OMV PETROM SA	55 519 911	12 214 380	2 460 600	3 264 213
Polchem SA	23 714 748	5 217 245	1 051 020	1 394 274

Categoria di creditori	Debito totale (RON)	Debito totale (EUR)	Debito da cancellare ai sensi del piano (EUR)	
			Min.	Max.
Salrom	15 750 820	3 465 180	698 064	926 047
Unicredit Tiriatic Bank SA	17 095 609	3 761 034	757 664	1 005 112
2) Retribuzioni	9 704 264	2 134 938	0	0
3) Creditori di bilancio di cui:	1 274 807 584	280 457 668	225 450 106	230 972 397
AAAS	1 191 856 674	262 208 468	210 780 213	215 943 171
Amministrazione del fondo per l'ambiente	59 205 056	13 025 112	10 470 432	10 726 900
Ente nazionale rumeno per l'acqua	872 967	192 053	154 385	158 166
DGFP Craiova	19 732 303	4 341 107	3 489 664	3 575 141
Autorità rumena di regolamentazione dell'energia	18 484	4 066	3 269	3 349
Municipio di Bradu	1 000 653	220 144	176 966	181 300
Municipio di Rm. Vâlcea	2 118 976	466 175	374 742	383 921
Municipio di Băbeni	2 471	544	437	448
4) Creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza	150 384 370	33 084 561	23 200 696	23 200 696
CET Govora	136 899 919	30 117 982	21 120 370	21 120 370
Ente nazionale rumeno per l'acqua	13 484 451	2 966 579	2 080 327	2 080 327
5) Altri creditori chirografari di cui (esempi):	1 129 340 017	248 454 804	248 454 804	248 454 804
Electrica SA.	457 583 381	100 668 344	100 668 344	100 668 344
Electrica Furnizare SA.	29 700 994	6 534 219	6 534 219	6 534 219
Erste Group Bank	116 868 626	25 711 098	25 711 098	25 711 098
ING bank N.V.	13 431 574	2 954 946	2 954 946	2 954 946
CFR Marfă	115 293 055	25 364 472	25 364 472	25 364 472
Salrom e la società mineraria Rm Vâlcea	15 076 968	3 316 933	3 316 933	3 316 933
MFC Commodities GmbH	149 703 788	32 934 833	32 934 833	32 934 833
Kronos Worldwide Limited	51 660 368	11 365 281	11 365 281	11 365 281
Totale	3 454 458 105	759 980 783	536 559 566	554 967 213

Tabella 5

Debiti pubblici da cancellare (in EUR)

Creditore	Debito totale (EUR)	debiti da cancellare (EUR)		% del debito da cancellare (%)	
		min.	max.	min.	max.
Creditori di bilancio					
AAAS	264 286 269	211 198 788	216 498 450	79,91	81,9
DGFP Craiova	5 597 262	3 742 718	3 910 841	66,87	69,8
Amministrazione del fondo per l'ambiente	13 025 112	10 470 432	10 726 900	80,39	82,3
Ente nazionale rumeno per l'acqua	3 158 632	2 234 711	2 238 493	70,75	70,8
Autorità rumena di regolamentazione dell'energia	4 066	3 269	3 349	80,39	82,3
Municipio di Bradu	220 144	176 966	181 300	80,39	82,3
Municipio di Rm.Vâlcea	466 175	374 742	383 921	80,39	82,3
Municipio di Băbeni	544	437	448	80,37	82,3
Imprese di proprietà statale (esempi)					
CEC Bank	12 390 623	2 496 105	3 311 312	20,15	26,7
Salrom	6 782 113	4 014 997	4 242 980	59,20	62,5
CET Govora	30 117 982	21 120 370	21 120 370	70,13	70,1
Electrica SA	144 877 778	109 574 383	112 483 035	75,63	77,6
Electrica Furnizare	12 437 442	7 723 430	8 111 816	62,10	65,2
CFR Marfă	25 364 472	25 364 472	25 364 472	100	100
Totale	518 728 615	398 495 819	408 577 686	77	78,7

(74) I creditori hanno votato in merito a questo piano. Secondo il verbale della riunione dell'assemblea dei creditori del 9 marzo 2015 (si noti che sono riportati in appresso soltanto i principali creditori pubblici e privati e i dipendenti):

- a) AAAS ha votato *a favore* del piano, tanto nella categoria dei crediti assistiti da garanzie (nel contesto della quale il suo credito ammontava all'1,061 % di tale categoria) quanto nella categoria dei crediti di bilancio (nel contesto della quale il suo credito ammontava al 98,04 % di tale categoria). Di conseguenza l'AAAS ha acconsentito alla cancellazione di una quota compresa tra l'80 % e l'82 % del proprio intero credito nei confronti di Oltchim;
- b) DGFP Craiova («DGFP») ⁽⁴⁰⁾ ha votato *contro* il piano tanto nella categoria dei crediti assistiti da garanzie (nel contesto della quale il suo credito ammontava allo 0,64 % di tale categoria) quanto nella categoria dei crediti di bilancio (nel contesto della quale il suo credito ammontava all'1,55 % di tale categoria). La DGFP ha votato contro una cancellazione compresa tra il 67 % e il 70 % dei suoi crediti nei confronti di Oltchim;

⁽⁴⁰⁾ DGFP non era una parte firmataria del memorandum e i suoi crediti erano notevolmente esigui se confrontati con quelli dell'AAAS o di Electrica.

- c) CEC Bank ha votato *a favore* del piano nella categoria dei crediti garantiti (nel contesto della quale il suo credito ammontava al 6,33 % di tale categoria). CEC Bank non vantava crediti in altre categorie. Di conseguenza CEC Bank ha acconsentito alla cancellazione di una quota compresa tra il 20 % e il 27 % del proprio intero credito nei confronti di Oltchim;
 - d) Salrom ha votato *a favore* del piano tanto nella categoria dei crediti assistiti da garanzie quanto in quella dei crediti non assistiti da garanzie (nel contesto delle quali il suo credito ammontava rispettivamente all'1,77 % e all'1,34 %). Di conseguenza Salrom ha acconsentito alla cancellazione di una quota compresa tra il 59 % e il 62 % del proprio intero credito nei confronti di Oltchim;
 - e) CET Govora e l'Ente nazionale rumeno per l'acqua hanno votato *a favore* del piano nella categoria dei crediti non assistiti da garanzie ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza. Di conseguenza CET Govora e l'Ente nazionale rumeno per l'acqua hanno acconsentito alla cancellazione rispettivamente di una quota compresa tra il 70 % e il 71 % dei loro crediti nei confronti di Oltchim;
 - f) Electrica ha votato *a favore* del piano tanto nella categoria dei crediti assistiti da garanzie quanto in quella dei crediti non assistiti da garanzie (nel contesto delle quali i suoi crediti ammontavano rispettivamente al 22,5 % e al 40,5 %). Di conseguenza Electrica ha acconsentito alla cancellazione di una quota compresa tra il 76 % e il 77 % del proprio intero credito nei confronti di Oltchim;
 - g) Electrica Furnizare ⁽⁴¹⁾ ha votato *contro* il piano tanto nella categoria dei crediti assistiti da garanzie quanto in quella dei crediti non assistiti da garanzie (nelle quali i suoi crediti ammontavano rispettivamente al 3,01 % e al 2,63 %). Electrica Furnizare ha votato contro una cancellazione compresa tra il 62 % e il 65 % dei suoi crediti nei confronti di Oltchim;
 - h) i dipendenti hanno votato *a favore* del piano. I dipendenti erano sicuri di ricevere una copertura del loro credito pari al 100 %.
- (75) Il piano è stato approvato poiché rispettava le condizioni della legge in materia di insolvenza, ossia:
- a) la maggioranza assoluta delle categorie di creditori aveva votato a favore del piano (delle 5 categorie di crediti, tutte e 5 hanno votato a favore);
 - b) all'interno di ciascuna categoria il piano è stato accettato a maggioranza assoluta in termini di valore dei crediti appartenenti a tale categoria;
 - c) almeno una categoria svantaggiata ha accettato il piano (in effetti tutte le categorie svantaggiate ⁽⁴²⁾ hanno votato a favore del piano).
- (76) All'udienza dell'organo giurisdizionale tenutasi il 25 marzo 2015, il giudice preposto alla gestione del fallimento ha chiesto ulteriori chiarimenti sul piano e ha rinviato l'udienza al 22 aprile 2015. All'udienza del 22 aprile 2015, l'organo giurisdizionale ha omologato il piano approvandolo soltanto in relazione alla prima opzione, ossia le cancellazioni parziali del debito concordate dai creditori e la *creazione di una nuova entità (Oltchim SPV) e il trasferimento di tutti gli attivi redditizi da Oltchim SA a tale nuova entità*. Il 24 settembre 2015 la Corte d'appello di Pitești ha respinto i ricorsi presentati da ANAF (Agenția Națională de Administrare Fiscală) ed Electrica Furnizare contro la sentenza che approvava il piano di ristrutturazione. Tramite tale sentenza il piano è diventato definitivo.

2.2.4.3. Attuazione del piano di ristrutturazione

- (77) Durante la procedura di insolvenza, prima dell'approvazione del piano di ristrutturazione, Oltchim ha attuato una serie di misure destinate a ridurre i costi, come ad esempio il licenziamento di 918 dipendenti nel giugno 2013 (ulteriori 225 dipendenti avrebbero dovuto essere licenziati entro il mese di novembre del 2015). Nel giugno 2014 Oltchim ha cambiato un elettrolizzatore presso gli impianti principali di produzione (per un valore totale di 800 000 EUR). Il 9 settembre 2014 per migliorare ulteriormente il proprio EBITDA, Oltchim ha riavviato l'impianto per gli osso-alcoli.

⁽⁴¹⁾ Electrica Furnizare è una società privata dal 2014 e non era una parte firmataria del memorandum del 2012 (cfr. considerando 235). I suoi crediti nei confronti di Oltchim erano molto esigui rispetto a quelli vantati da Electrica stessa.

⁽⁴²⁾ Il Consorzio ha considerato svantaggiate tutte le categorie di crediti ai sensi della legge in materia di insolvenza, in quanto tutti i debiti previsti dal piano di ristrutturazione sarebbero stati pagati secondo una percentuale inferiore al 100 % oppure entro più di 30 giorni dalla conferma del piano da parte del giudice incaricato della procedura di insolvenza (cfr. piano di ristrutturazione, sezione 1.2.1 e sezione 5.1.1).

- (78) Le autorità rumene hanno comunicato ⁽⁴³⁾ che Oltchim aveva migliorato il suo rendimento economico e finanziario. Nel 2015 il suo fatturato era aumentato del 31 % rispetto al 2014 e del 59 % rispetto al 2013, in ragione di una crescita delle vendite dei principali prodotti fabbricati (aumento del 33 % per i polioli di polietere, aumento del 7 % per i prodotti dei cloruri alcalini). L'EBITDA è migliorato di 109 milioni di RON rispetto al 2013.
- (79) A partire da giugno 2013 sono stati effettuati nuovi tentativi di privatizzare l'impresa; tuttavia essi sono falliti nuovamente in quel medesimo anno.
- (80) Secondo il piano concordato dai creditori e omologato dall'organo giurisdizionale (cfr. *tabella 5*), i creditori di bilancio e le imprese statali hanno dovuto cancellare fino a un importo complessivo di 408,5 milioni di EUR di debito (circa 216 milioni di EUR per l'AAAS, ossia l'81,9 % del suo credito totale, e 174,3 milioni di EUR per le imprese statali).
- (81) I cosiddetti fornitori essenziali (ad esempio CET Govora SA e l'Ente nazionale per l'acqua) hanno dovuto cancellare rispettivamente 21,2 milioni di EUR e 2,2 milioni di EUR, ossia dal 70 % al 71 % dei loro crediti totali. Electrica ha dovuto cancellare 112 milioni di EUR, pari al 77,6 % del suo credito totale.
- (82) Oltre agli importi corrispondenti alla cancellazione del debito per i vari creditori pubblici di cui alla *tabella 5*, la *tabella 6* riporta gli importi corrispondenti ai debiti da soddisfare nello scenario di una vendita in blocco di Oltchim SPV prevista nel piano di ristrutturazione così come risultante dalla massima cancellazione approvata.

Tabella 6

Creditori pubblici (cancellazione del debito e recupero dei crediti ai sensi del piano)

(EUR)

Creditore	Debito totale	Debiti da cancellare (massima cancellazione approvata)	Crediti minimi previsti da recuperare a seguito della futura vendita di Oltchim SPV
Creditori di bilancio			
AAAS	264 286 269	216 498 450	47 787 819
DGFP Craiova	5 597 262	3 910 841	1 686 422
Amministrazione del fondo per l'ambiente	13 025 112	10 726 900	2 298 212
Ente nazionale rumeno per l'acqua	3 158 632	2 238 493	920 139
Autorità rumena di regolamentazione dell'energia	4 066	3 349	717
Municipio di Bradu	220 144	181 300	38 843
Municipio di Rm.Vâlcea	466 175	383 921	82 254
Municipio di Băbeni	544	448	96
Imprese di proprietà statale (esempi)			
CEC Bank	12 390 623	3 311 312	9 079 311
Salrom	6 782 113	4 242 980	2 539 134

⁽⁴³⁾ Osservazioni presentate dalla Romania il 22 ottobre 2015.

(EUR)			
Creditore	Debito totale	Debiti da cancellare (massima cancellazione approvata)	Crediti minimi previsti da recuperare a seguito della futura vendita di Oltchim SPV
CET Govora	30 117 982	21 120 370	8 997 613
Electrica SA	144 877 778	112 483 035	32 394 743
Electrica Furnizare	12 437 442	8 111 816	4 325 625
CFR Marfă	25 364 472	25 364 472	0
Totale	518 728 615	408 577 686	110 150 928

- (83) A seguito dell'approvazione del piano di ristrutturazione, importanti cancellazioni di debito avevano già avuto luogo. La Romania ha comunicato nelle sue osservazioni presentate nell'ottobre del 2015 che nel periodo aprile-ottobre 2015 erano stati cancellati circa 2,358 miliardi di RON (518 milioni di EUR) di debiti ⁽⁴⁴⁾.
- (84) Le autorità rumene hanno inoltre comunicato l'invio di un'offerta di vendita di Oltchim SPV a tutte le Camere di commercio bilaterali in Romania (luglio 2015) e ad altre 30 Camere di commercio di tutto il mondo (settembre 2015). Le prime riunioni con potenziali acquirenti si sono svolte a settembre/ottobre del 2015.

3. DECISIONE DELLA COMMISSIONE DI AVVIARE UN PROCEDIMENTO DI INDAGINE FORMALE

- (85) L'8 aprile 2016 la Commissione ha deciso di avviare il procedimento di indagine formale. La Commissione ha sollevato dubbi in merito a tre misure di sostegno:
- (1) **misura 1:** la mancata riscossione e l'ulteriore accumulo dei debiti da parte dell'AAAS a decorrere dal mese di settembre del 2012. Nonostante il fermo impegno assunto nei confronti della Commissione nel 2012, le autorità rumene non hanno convertito il debito accumulato nei confronti dell'AAAS (1 049 milioni di RON, ossia circa 231 milioni di EUR in quel momento) in capitale azionario e non hanno privatizzato Oltchim. Al contrario, Oltchim ha continuato a portare avanti le sue attività aziendali e ha accumulato ulteriori debiti pubblici, anche verso l'AAAS (il debito verso l'AAAS è salito da 1 049 milioni di RON a 1 201 milioni di RON, ossia è passato da circa 231 milioni di EUR a circa 264 milioni di EUR). Dopo il fallimento della privatizzazione nel settembre 2012, l'AAAS non ha fatto valere i propri crediti nei confronti di Oltchim. Invece di chiedere il rimborso del debito nei suoi confronti mediante la liquidazione immediata di Oltchim, l'autorità ha aspettato che avesse luogo la conversione del debito in azioni, anche se la procedura di privatizzazione di Oltchim è nuovamente fallita;
- (2) **misura 2** ⁽⁴⁵⁾: il sostegno di CET Govora e Salrom alle operazioni di Oltchim sotto forma di forniture continue tra settembre 2012 e gennaio 2013. Dopo la fallita privatizzazione del settembre 2012, la situazione finanziaria di Oltchim è peggiorata e la produzione è stata sospesa. Le autorità rumene hanno adottato varie misure di sostegno per consentire a Oltchim di riavviare la produzione. Tale riavvio della produzione non sarebbe stato possibile senza la decisione dei fornitori di proprietà pubblica di Oltchim (CET Govora e Salrom) di continuare ad approvvigionare Oltchim nonostante il mancato pagamento dei debiti.
- Il 15 settembre 2012 CET Govora ha firmato un nuovo contratto per la fornitura di energia elettrica con Oltchim e poi ha concordato di aumentare la fornitura di energia elettrica a partire dal 25 ottobre 2012, nonché successivamente a partire dal 12 novembre 2012 e, quindi, di continuare a erogare forniture a decorrere dal 1° gennaio 2013. Tali variazioni del rapporto contrattuale con Oltchim sono sembrate essere state adottate nel contesto dell'attuazione di diverse decisioni emesse dal consiglio del distretto di Vâlcea per garantire la fornitura di energia elettrica a Oltchim;

⁽⁴⁴⁾ Osservazioni presentate dalla Romania il 22 ottobre 2015, pagina 2.

⁽⁴⁵⁾ Tale misura è stata originariamente presentata come misura numero 3 nella decisione di avvio. Tuttavia, essendo cronologicamente simultanea alla misura 1 e dato che entrambi precedono una terza misura (alla quale era stato originariamente assegnato il numero 2 nella decisione di avvio) ai fini della presente decisione, ci si riferirà a questa misura come alla misura 2.

- *Salrom* ha accettato l'estensione dei pagamenti per le sue forniture e, di conseguenza, ha accettato un ulteriore aumento dei debiti di *Oltchim* nei suoi confronti;
- (3) **misura 3** ⁽⁴⁶⁾: l'approvazione da parte dell'AAAS e delle imprese statali ⁽⁴⁷⁾ della cancellazione del debito nel contesto del piano di ristrutturazione nel 2015; AAAS, *Salrom*, CET Govora, l'Ente nazionale per l'acqua ed Electrica hanno tutte votato a favore del piano di ristrutturazione. Di conseguenza, l'AAAS ha accettato di cancellare 216 milioni di EUR di crediti nei confronti di *Oltchim* in vista di un loro futuro (seppur incerto) recupero pari a 47 milioni di EUR. *Salrom* ha accettato di cancellare 4,2 milioni di EUR di debito, CET Govora SA ha accettato di cancellare 21,1 milioni di EUR di debito, l'Ente nazionale per l'acqua ha accettato di cancellare 2,2 milioni di EUR di debito ed Electrica ha accettato di cancellare 112 milioni di EUR di debito. In cambio, tali imprese statali prevedevano la seguente copertura del debito in caso di esito positivo della vendita: 2,5 milioni di EUR per *Salrom*, 8,9 milioni di EUR per CET Govora SA, 0,9 milioni di EUR per l'Ente nazionale per l'acqua e 32 milioni di EUR per Electrica (cfr. tabelle 4 e 5).
- (86) Nella decisione di avvio, la Commissione ha concluso in via preliminare che le misure di cui sopra comportassero risorse statali e fossero imputabili allo Stato. Inoltre, considerata l'improbabilità che un operatore privato razionale avrebbe erogato tali misure a favore di *Oltchim*, la Commissione ha altresì concluso in via preliminare che le misure fornivano un vantaggio indebito a *Oltchim*; tale vantaggio sarebbe selettivo, dato che *Oltchim* era la loro unica beneficiaria.
- (87) La Commissione ha altresì osservato che le misure erano suscettibili di incidere sugli scambi tra Stati membri poiché *Oltchim* era in concorrenza con altri produttori di sostanze chimiche di altri Stati membri e del resto del mondo. Le misure hanno consentito a *Oltchim* di continuare a operare in maniera tale da non dover affrontare, come altri concorrenti, le conseguenze che deriverebbero di norma dai suoi scarsi risultati finanziari.
- (88) La Commissione ha altresì espresso dubbi circa la compatibilità delle misure, in particolare in ragione del fatto che le autorità rumene non avevano fornito alcun possibile motivo di compatibilità. Secondo il parere preliminare della Commissione *Oltchim* poteva essere considerata un'impresa in difficoltà ai sensi degli Orientamenti del 2014 sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie in difficoltà («orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione 2014») ⁽⁴⁸⁾, in particolare in considerazione della procedura di insolvenza avviata il 30 gennaio 2013. Tuttavia, i criteri per aiuti compatibili per il salvataggio o la ristrutturazione previsti dagli orientamenti in materia non sembravano essere rispettati da nessuna delle misure. In particolare, in assenza di un piano di ristrutturazione notificato (le autorità rumene non rivendicano l'ammissibilità delle misure come aiuti per la ristrutturazione), la Commissione non ha potuto valutare le componenti di detto piano, comprese le misure di investimento e di modernizzazione, né valutare se tali misure avrebbero ripristinato la redditività a lungo termine e sarebbero state ridotte al minimo, in maniera da evitare indebite distorsioni della concorrenza.
- (89) In considerazione di quanto sopra, la Commissione ha concluso in via preliminare che le misure sembravano costituire un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE. Inoltre, dal momento che le misure sarebbero state concesse in violazione degli obblighi di notifica e sospensione di cui all'articolo 108, paragrafo 3, del TFUE, la Commissione ha osservato che sembravano costituire un aiuto di Stato illegale. In assenza di notifica del piano di ristrutturazione alla Commissione, tali misure non potevano essere dichiarate compatibili con il mercato interno.

4. OSSERVAZIONI IN MERITO ALLA DECISIONE DI AVVIO

4.1. Osservazioni presentate dalla Romania

- (90) Nelle sue osservazioni sulla decisione di avvio della Commissione, la Romania ha formulato una serie di osservazioni in relazione a ciascuna delle tre misure di cui sopra.

4.1.1. Osservazioni della Romania in merito alla misura 1

- (91) La Romania sostiene che nel periodo dal settembre del 2012 al gennaio del 2013 l'AAAS si è comportata come un creditore privato e la mancata riscossione del suo credito da parte dell'AAAS era pienamente giustificata in tale breve periodo di 5 mesi in ragione di limitazioni tanto *giuridiche* quanto *di fatto*:

⁽⁴⁶⁾ Come spiegato nella nota precedente, questa misura era stata originariamente presentata come la misura 2 nella decisione di avvio.

⁽⁴⁷⁾ In particolare Electrica, *Salrom*, CET Govora e l'Ente nazionale per l'acqua.

⁽⁴⁸⁾ Comunicazione della Commissione, Orientamenti sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie in difficoltà (GU C 249 del 31.7.2014, pag. 1).

- (92) le limitazioni *giuridiche* riguardano gli effetti della cosiddetta procedura di amministrazione speciale (articolo 16, quinto comma, lettera c), della legge rumena n. 137/2002) ai sensi della quale i creditori di imposte e contributi previdenziali non possono dare esecuzione ai loro crediti fintantoché l'impresa non risulta essere pronta per la privatizzazione. Ciò avrebbe impedito all'AAAS di chiedere l'esecuzione immediata del suo credito nel contesto della procedura di privatizzazione mantenuta in vigore dal ministero dell'Economia, del commercio e degli affari, anche dopo il fallimento della privatizzazione nel settembre 2012. La Romania sostiene inoltre che la mancanza di attivi vendibili non utilizzati come garanzie per i creditori privilegiati limitasse di fatto la capacità dell'AAAS di richiedere l'esecuzione dei suoi crediti e spiegherebbe anche perché nemmeno i creditori privati hanno richiesto l'esecuzione dei loro crediti. A tale riguardo, la Romania menziona l'esempio della banca privata Banca Comercială Română che non ha attivato la procedura di esecuzione forzata e ha persino concesso ulteriori finanziamenti per un totale di circa 1 milione di EUR a favore della rimessa in servizio della sezione dei polioli/del polietere e di uno studio di consulenza sull'opportunità di riavviare le attività di Oltchim.
- (93) Inoltre la Romania sostiene che l'assenza di richiesta da parte dell'AAAS di un'esecuzione immediata del suo credito fosse motivata altresì dall'avvio di una procedura preliminare di notifica alla Commissione europea da parte della Romania in relazione a un aiuto per il salvataggio (aiuto che successivamente non si è rivelato compatibile con il *principio dell'aiuto «una tantum»* di cui agli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione 2014).
- (94) La Romania osserva che, in base alla relazione Raiffeisen, nonostante le deduzioni da effettuare in relazione agli oneri ambientali, l'AAAS avrebbe recuperato il 10 % anziché il 12 % del suo credito nello scenario di liquidazione dato che il credito dell'AAAS nei confronti di Oltchim era quasi pari a 1,2 volte quello preso in considerazione da Raiffeisen nel 2011 nel suo raffronto tra il valore di mercato e quello di liquidazione di Oltchim. Nelle sue osservazioni presentate nel maggio del 2018, la Romania si spinge persino oltre, sostenendo che in caso di fallimento gli oneri ambientali da corrispondere in via prioritaria nel caso di Oltchim avrebbero superato il totale delle entrate attese da una vendita forzata corrispondente a uno scenario di liquidazione e conclude quindi che il grado di recupero del credito dell'AAAS sarebbe stato pari a zero.
- (95) La Romania sostiene che l'AAAS si è concentrata sull'ottenimento di informazioni dettagliate sulla situazione di Oltchim in quel momento al fine di poter prendere una decisione ben documentata e che i pochi mesi trascorsi tra la fallita privatizzazione e l'avvio della procedura di insolvenza erano accettabili come periodo di riflessione.
- (96) Infine, la Romania osserva che l'AAAS aveva addebitato interessi a Oltchim a livello di mercato fino all'avvio della procedura di insolvenza. Secondo la Romania, ciò dimostra che l'esecuzione non immediata dei suoi crediti non costituisce un aiuto di Stato, aspetto questo che secondo la Romania è in linea con l'approccio seguito nella decisione della Commissione del 2012 ai considerando 98 e seguenti. La Romania sostiene altresì che l'unico debito ulteriormente accumulato da Oltchim deriva dagli interessi per un debito già esistente che sono meno rilevanti nel caso in cui il recupero del credito principale da parte dell'AAAS sia già in primo luogo totalmente irrealistico.

4.1.2. Osservazioni della Romania in merito alla misura 2

- (97) Secondo la Romania, al momento della decisione di continuare a erogare forniture e di modificare favorevolmente le condizioni commerciali, CET Govora e Salrom «*si sono comportate come creditori privati nella misura in cui hanno garantito (assistito da garanzie) il nuovo debito che si veniva a creare*» e in considerazione del fatto che le loro decisioni di fornire le materie prime necessarie per il riavvio dell'attività di Oltchim erano analoghe a quelle prese da talune società private. Tale decisione deriva presumibilmente dalla probabilità di recuperare un importo maggiore del debito in caso di ripresa dell'attività dell'impresa. Inoltre, la Romania afferma che, a causa della loro interdipendenza tecnologica per quanto riguarda la fornitura a Oltchim rispettivamente di acqua industriale e demineralizzata, Salrom (anche se in misura meno marcata) e CET Govora hanno agito come fornitori essenziali razionali. Dato che Oltchim rappresentava il 14 % del fatturato di Salrom nel 2015 e il 39 % delle entrate di CET Govora, quest'ultima non disponeva di alcuna soluzione pratica per sostituire gli acquisti di vapore industriale effettuati da Oltchim.
- (98) Per quanto concerne Salrom, la Romania afferma inoltre che essa aveva ricevuto pagamenti complessivi superiori a 33 milioni di RON in seguito all'apertura della procedura di insolvenza di Oltchim, avendo subordinato le forniture successive all'apertura della procedura di insolvenza all'anticipo dei pagamenti, una condizione che era stata concordata e accettata da Oltchim nel quadro di negoziati.
- (99) Per quanto concerne la fornitura di CET Govora, la Romania sostiene che il prezzo di vendita dell'energia elettrica e del vapore a Oltchim è conforme al mercato ed è stato interamente pagato dal 1° febbraio 2013 al 31 marzo 2016 (476 milioni di RON).

4.1.3. Osservazioni della Romania in merito alla misura 3

- (100) La Romania sostiene che il voto positivo dell'AAAS e delle imprese statali ha rispettato il principio del creditore operante in un'economia di mercato come sintetizzato in appresso.
- (101) Innanzitutto, la Romania sostiene che il valore dello scenario di fallimento di Oltchim sia negativo. A sostegno del proprio parere, la Romania cita i valori forniti nelle relazioni di valutazione di Romcontrol rispettivamente del febbraio 2009 (-281 milioni di EUR) e del dicembre 2010 (-407 milioni di EUR). Inoltre, cita la stima di Winterhill del recupero nello scenario della liquidazione, che è pari a circa 108 milioni di EUR per gli attivi assistiti da garanzie e a 32 milioni di EUR per quelli non vincolati (di quest'ultimo importo, 22,2 milioni di EUR sarebbero stati detratti come trattamento di fine rapporto per i dipendenti licenziati).
- (102) Con riferimento al considerando 120 della decisione di avvio, la Romania aggiunge che gli oneri ambientali inclusi nella relazione Winterhill riguardano esclusivamente la pulizia e la preparazione degli attivi per la vendita e non comprendono la chiusura di depositi di rifiuti non pericolosi e di fosse per rifiuti pericolosi e nemmeno lo smantellamento e la demolizione dell'attrezzatura e dell'edificio e il ripristino del terreno e dell'ambiente allo stato iniziale. Gli oneri ambientali stimati da Oltchim ammontano a circa 464 milioni di EUR e supererebbero quindi le entrate stimate da Winterhill per i creditori chirografari coinvolti nella procedura di liquidazione.
- (103) Di conseguenza la probabilità per l'AAAS e le imprese statali di ottenere qualsiasi pagamento da Oltchim risultava essere notevolmente più elevata nel contesto della procedura di ristrutturazione.
- (104) In secondo luogo, la Romania sostiene che un recupero del credito da parte dell'AAAS e di Electrica mediante l'avvio di una procedura di fallimento nei confronti di Oltchim non era possibile, in quanto non erano soddisfatti i requisiti di cui all'articolo 1, secondo comma, della legge in materia di insolvenza.
- (105) In terzo luogo la Romania sostiene che, sebbene sia stato preparato prima dell'approvazione del piano di ristrutturazione durante la riunione dell'assemblea dei creditori del 9 marzo 2015, lo studio condotto dall'AAAS sul principio del creditore operante in un'economia di mercato sia adeguato e sufficiente per considerare la sua decisione di approvare il piano di ristrutturazione analoga a quella che avrebbe preso un creditore privato. L'annullamento del piano avrebbe portato al fallimento, circostanza questa che non avrebbe comportato alcun recupero dei crediti, data la bassa quota del credito assistito da garanzie vantato dall'AAAS e dato il valore elevato degli obblighi ambientali nel caso di opere ecologiche da effettuare sui terreni per il loro inverdimento. Di conseguenza lo studio condotto dall'AAAS a tale riguardo ha dimostrato che quest'ultima avrebbe recuperato un importo superiore in caso di approvazione del piano di ristrutturazione rispetto al caso della liquidazione di Oltchim, nel contesto del quale gli oneri ambientali sarebbero stati applicati in via prioritaria sulla base del decreto n. 195/2005.
- (106) La Romania ritiene che il recupero del 20 % del credito dell'AAAS in seguito all'attuazione del piano di ristrutturazione fosse una stima credibile al momento del voto.
- (107) In quarto luogo, la Romania ha sottolineato che la richiesta di annullamento del piano di ristrutturazione avanzata da tre creditori è stata respinta dall'organo giurisdizionale nazionale mediante decisione n. 892 del 22 aprile 2015. Tale sentenza ha confermato che il piano di ristrutturazione rispondeva maggiormente agli interessi dei creditori rispetto allo scenario del fallimento, in particolare in ragione della stima di un ammontare elevato di oneri ambientali pari a 464 milioni di EUR, che avrebbe superato significativamente la stima di Winterhill del recupero nel contesto dello scenario di liquidazione di circa 108 milioni di EUR per gli attivi assistiti da garanzie e di 32 milioni di EUR per quelli esenti da gravami.
- (108) La Romania sostiene che i creditori di imposte e chirografari e le altre imprese statali quali l'AAAS ed Electrica abbiano agito come operatori di mercato nell'optare per il piano di ristrutturazione anziché per la liquidazione di Oltchim: si sono comportati come imprese private, come la Erste Group Bank AG e la Bulrom Gas Impex SRL, che vantavano tanto crediti assistiti da garanzie quanto crediti non assistiti da garanzie e che hanno anch'esse approvato il piano. La Romania sostiene inoltre che prima dell'avvio della procedura di insolvenza, Salrom abbia posto la condizione della costituzione di una garanzia immobiliare per diventare un creditore privilegiato.

- (109) In quinto luogo, nelle sue osservazioni, la Romania ha sottolineato che Electrica ha intrapreso tutte le azioni consentite dalla legge al fine di recuperare il suo credito nel contesto della procedura di insolvenza in maniera da evitare la dipendenza da un piano di ristrutturazione. Tuttavia tali azioni sono state respinte dagli organi giurisdizionali rumeni. Di conseguenza, il voto a favore del piano rappresentava l'ultima istanza disponibile, constatazione questa che dimostra che Electrica ha agito come un operatore in economia di mercato. Il voto favorevole espresso in merito al piano di ristrutturazione costituiva l'unica opzione di recupero del credito della quale disponevano i creditori quali Electrica registrati tanto come creditori privilegiati quanto come creditori chirografari.
- (110) La Romania sostiene che un operatore/creditore operante in un'economia di mercato avrebbe optato per il piano di ristrutturazione essendo questa la modalità che, solitamente, nelle procedure concorsuali rumene e in quelle conosciute da Electrica, offre maggiori possibilità di recupero del credito: la Romania sottolinea che i curatori fallimentari ufficiali incaricati di redigere il piano hanno l'obbligo giuridico di massimizzare la realizzazione del patrimonio del debitore e possono essere ritenuti personalmente responsabili nel caso in cui non ottengano il miglior risultato per i creditori.
- (111) La Romania ha altresì spiegato che la relazione corroborata con il piano indicava in maniera plausibile che l'unica possibilità potenziale per Electrica di recuperare parte del suo credito era attraverso la ristrutturazione. Secondo le autorità rumene, è irragionevole sostenere che Electrica avrebbe dovuto farsi carico delle spese elevate di uno studio separato destinato a confermare aspetti dichiarati da professionisti noti, confermati da organi giurisdizionali nazionali e suggeriti dall'esperienza economica: i costi dell'adempimento degli obblighi ambientali da parte di Oltchim nel contesto della procedura di fallimento avrebbero reso meno probabile, se non addirittura impossibile, il recupero di qualsiasi importo da parte di Electrica dei crediti vantati dalla stessa nei confronti di Oltchim.
- (112) A titolo di confronto, il recupero potenziale di 160 milioni di RON per Electrica offerto dal piano di ristrutturazione, seppur associato a un intervallo di tempo più lungo e a taluni rischi, rappresentava sicuramente la soluzione preferibile, come dimostrato anche dalle azioni di altri creditori privati, quali Erste Group Bank AG.
- (113) La Romania asserisce che un voto di Salrom e CET Govora contrario al piano di ristrutturazione avrebbe comportato l'assenza del recupero da parte loro della loro quota dei crediti non assistiti da garanzie; di conseguenza, la scelta migliore che potessero fare consisteva nell'approvare il piano di ristrutturazione nel contesto del quale i creditori privilegiati acconsentivano a cancellazioni dei debiti in cambio di un recupero parziale per i loro crediti non assistiti da garanzie.

4.2. Osservazioni da parte di terzi interessati

- (114) Quattro interessati hanno presentato osservazioni sulla decisione di avvio: PCC (un azionista di minoranza in Oltchim), Electrica, il consorzio degli amministratori giudiziari Rominsolv e BDO (incaricati dell'amministrazione giudiziaria di Oltchim) e un altro interessato che ha desiderato rimanere anonimo.

4.2.1. Rominsolv e BDO («R/BDO», i curatori fallimentari ufficiali di Oltchim nel contesto della procedura di insolvenza)

- (115) Rominsolv e BDO sono i curatori fallimentari ufficiali di Oltchim che hanno redatto il piano di ristrutturazione, successivamente approvato dai creditori di Oltchim. Tali soggetti hanno presentato una serie di argomenti a favore del piano di ristrutturazione.
- (116) Per quanto concerne la **misura 1**, R/BDO affermano che:
- la Commissione ha sbagliato nel basarsi sul valore di liquidazione di cui alla relazione Raiffeisen, dato che tale relazione si fonda sull'ipotesi di una prosecuzione delle attività aziendali e non tiene conto degli obblighi ambientali associati allo scenario della liquidazione. Di conseguenza, la valutazione della Commissione secondo la quale nel 2012 l'AAAS avrebbe recuperato il 12 % del suo debito tramite la liquidazione di Oltchim è errata;
 - l'AAAS non poteva ricorrere ad altri strumenti per recuperare i propri crediti (ad esempio attraverso procedure di esecuzione) in quanto non disponeva di un titolo esecutivo e non poteva ottenerne uno in un lasso di tempo così breve (settembre 2012-gennaio 2013);

- inoltre, nel settembre 2012, il patrimonio di Oltchim non includeva più attivi che potevano essere costituiti in pegno in cambio del valore del debito;
- infine, R/BDO menzionano diverse parti private ⁽⁴⁹⁾ che in quel periodo, nonostante il deterioramento della posizione finanziaria di Oltchim, hanno continuato a cooperare con Oltchim e a fornirle sostegno. Soltanto due ⁽⁵⁰⁾ dei complessivi 205 soggetti registrati nell'elenco dei creditori di Oltchim hanno avviato provvedimenti di esecuzione nei confronti del debitore.

(117) Per quanto concerne la **misura 2**, R/BDO affermano che:

- il livello di coinvolgimento di CET Govora nella ripresa dell'attività di Oltchim è stato relativamente limitato, dato che il debito maturato per la fornitura di energia elettrica e vapore ha raggiunto il valore di circa 25 milioni di RON (rispetto al debito totale di 84,2 milioni di RON al 31 agosto 2012). Inoltre, CET Govora ha calcolato le penali per il ritardato pagamento secondo gli accordi con Oltchim derivanti dai debiti pregressi, che non dovrebbero essere considerati come facenti parte di un sostegno alla ripresa della produzione;
- anche il livello di coinvolgimento di Salrom alla ripresa dell'attività di Oltchim è stato relativamente limitato, con un debito maturato per fatture di consegna di prodotti pari a soltanto 1,8 milioni di RON. L'importo rimanente, pari a 13,2 milioni di RON, rappresenta le penali per il ritardato pagamento dei debiti pregressi calcolate secondo gli accordi con Oltchim, che non dovrebbe essere considerati come facenti parte di un sostegno alla ripresa della produzione.

(118) Infine, BDO sostiene che la Commissione ha ignorato l'importanza dell'interdipendenza tecnologica di 4 grandi attori (Oltchim, CET Govora, Uzinele Sodice Govora e Salrom), le cui attività sono tecnologicamente dipendenti, essendo ciascuno di essi nel contempo fornitore e cliente degli altri.

(119) Per quanto concerne la **misura 3**, R/BDO affermano che:

- la Commissione non ha soddisfatto il grado di rilevanza della prova necessario a dimostrare l'imputabilità allo Stato delle decisioni di una serie di imprese (ossia CET Govora, l'Ente nazionale rumeno per l'acqua, Salrom, Electrica) e del voto dell'AAAS a favore del piano di ristrutturazione;
- i curatori ufficiali che hanno preparato il piano di ristrutturazione sono vincolati ai principi di indipendenza, al fine di garantire una procedura efficiente, la parità di trattamento dei creditori, un elevato grado di trasparenza e la massimizzazione del grado di recupero dei crediti. Il piano preparato dagli stessi ha soddisfatto tutte le norme previste dalla legge rumena ed è stato approvato dal giudice. Di conseguenza, è irragionevole aspettarsi, come sembra implicare la Commissione, che tutti i creditori avrebbero investito separatamente il loro tempo e le loro risorse nella preparazione di valutazioni separate per il recupero dei loro crediti;
- la Commissione ha sbagliato a presumere che la relazione Winterhill, nelle sue stime del valore di liquidazione di Oltchim, tenesse conto di tutti gli obblighi ambientali di Oltchim. Tale relazione prendeva in considerazione soltanto i normali costi di smantellamento delle apparecchiature, ma non i costi derivanti dagli oneri ambientali. Di conseguenza il piano di ristrutturazione si fondava su un'ipotesi corretta nel supporre che in caso di fallimento (liquidazione) il valore dei crediti recuperabili fosse pari a zero per tutti i creditori;
- infine, sulla base di numerosi indicatori economici che mostravano un miglioramento della situazione economica di Oltchim nel contesto della procedura di insolvenza, non era irragionevole ritenere che Oltchim SPV potesse essere venduta con successo sul mercato al prezzo stimato di 306 milioni di EUR;
- R/BDO sostengono infine che la somma di 306 milioni di EUR calcolata da Winterhill nel 2013 era errata ma che sono stati rettificati nella relazione presentata ai creditori in vista della loro assemblea del 4 dicembre 2014, la quale riportava un prezzo di vendita previsto di 295 milioni di EUR.

⁽⁴⁹⁾ Transilvania Bank, the Romanian Commercial Bank, MFC Commodities GmbH Austria, Chemimpex LTD Turkey, Tricon DRY LTD – USA, Alum SA – Romania, Arelco Power SRL – Romania, SC Bulrom Gas SA, Uzinele Sodice Govora – Ciech Chemical Group SA.

⁽⁵⁰⁾ Polcheme Societe Anonime e Bulrom Gas Impex SRL.

4.2.2. Electrica

- (120) Electrica rivendica l'assenza di imputabilità allo Stato della sua decisione di votare a favore del piano. Essa afferma che la decisione di votare in merito al piano era stata delegata dall'assemblea degli azionisti al direttore generale di Electrica SA, che è stata l'unica persona responsabile per il voto a favore del piano. Di conseguenza, secondo Electrica, la misura 3 non può essere imputabile allo Stato.
- (121) Inoltre, Electrica sostiene che anche qualora la decisione potesse essere considerata come derivante dall'autorità dello Stato, si trattava di una valida decisione aziendale in linea con il principio del creditore operante in un'economia di mercato. In sostanza Electrica ritiene che la sua decisione di sostenere il piano non conferisca alcun vantaggio a Oltchim; secondo il parere di tale impresa, ciò sarebbe confermato da comportamenti analoghi da parte di altri creditori privati in una situazione paragonabile a quella di Electrica i quali hanno anch'essi votato a favore del piano.
- (122) Electrica sostiene inoltre di non aver effettuato uno studio in merito al principio del creditore operante in un'economia di mercato dato che R/BDO avevano l'obbligo giuridico di consigliare i creditori in merito a come massimizzare le loro entrate.

4.2.3. Terzo interessato [anonimo] che ha richiesto di rimanere anonimo

- (123) L'interessato anonimo sostiene i dubbi della Commissione. Descrive ulteriormente gli effetti distorsivi delle misure di sostegno, in particolare nel mercato dei prodotti dei cloruri alcalini (soda caustica). La parte anonima ritiene che la soluzione proposta di vendere Oltchim costituisca un vicolo cieco: i molteplici tentativi falliti di vendere Oltchim evidenziano la mancanza di interesse da parte del mercato nei confronti di Oltchim; le relazioni finanziarie contemporanee di Oltchim mostrano un livello di redditività assolutamente troppo basso per rendere l'impresa redditiva nel lungo termine. In tale contesto, l'unica soluzione praticabile per Oltchim sarebbe costituita da una ristrutturazione completa dell'impresa sotto forma di chiusure di impianti, riduzione della capacità ed eventualmente di un'uscita dal mercato.
- (124) L'interessato anonimo sottolinea altresì che una parte significativa degli utili conseguiti da Oltchim nel 2015 e di quelli previsti per il 2016 sono stati generati attraverso vendite di soda caustica il cui prezzo di vendita è ciclico e nel 2015 ha raggiunto livelli «al culmine dei cicli». Inoltre, i regimi di funzionamento di Oltchim sono eccezionalmente bassi (il 30 % dell'utilizzo complessivo degli impianti, valore che, se confrontato con i livelli medi dell'industria dell'UE per i prodotti dei cloruri alcalini, che è pari all'80 %, è notevolmente basso). Di conseguenza qualsiasi potenziale acquirente dovrebbe intraprendere ulteriori investimenti molto significativi, constatazione che è in contrasto con il basso EBITDA di Oltchim.

4.2.4. PCC

4.2.4.1. Osservazioni di PCC in merito alla misura 1

- (125) Secondo PCC, se l'AAAS avesse agito come un creditore privato, avrebbe favorito l'esecuzione del suo credito nei confronti di Oltchim in seguito alla fallita procedura di privatizzazione del settembre 2012: ciò avrebbe portato l'AAAS a recuperare il 12 % del suo credito anziché optare per attendere un recupero incerto per la durata dell'intera procedura di ristrutturazione.
- (126) PCC sostiene che in seguito alla fallita privatizzazione del settembre 2012, era ancora più evidente che non vi era alcun interesse da parte del mercato nell'acquistare Oltchim. Attendere qualche anno in più per l'elaborazione di un qualche piano di ristrutturazione e, successivamente, qualche altro anno ancora per la sua attuazione, metteva a rischio il valore di mercato degli attivi di Oltchim. Con il passare del tempo, gli attivi di Oltchim stavano diventando sempre più obsoleti e inutili.
- (127) PCC sostiene che l'AAAS avrebbe dovuto ricorrere alla legislazione rumena specifica in materia di recupero dei crediti pubblici maturati nei confronti del ministero delle Finanze derivanti dalle garanzie statali (decreto 29/2002) il quale prevede che gli accordi di recupero che trasferiscono le garanzie statali dal ministero delle Finanze all'AAAS siano riconosciuti a norma di legge come titoli esecutivi. Di conseguenza, secondo PCC, qualsiasi esecuzione di tali titoli esecutivi avrebbe potuto essere attuata dall'AAAS senza ulteriori formalità. L'AAAS aveva a sua disposizione vari metodi di esecuzione per tali crediti come previsto dal decreto urgente del governo n. 51/1998 in materia di realizzazione degli attivi dello Stato.

- (128) Inoltre, nel contesto dei creditori statali privilegiati, l'AAAS non sembra aver richiesto l'annullamento della sospensione dei suoi diritti di esecuzione nel contesto della procedura di insolvenza, in contrapposizione a un tentativo fallito di procedere in tal senso da parte di Electrica. Di conseguenza l'AAAS non ha fatto ricorso a tutti gli strumenti giuridici a sua disposizione per gestire il mancato pagamento da parte di Oltchim.

4.2.4.2. Osservazioni di PCC in merito alla misura 2

- (129) PCC ritiene che CET Govora e Salrom non abbiano agito come operatori in un'economia di mercato nel continuare ad approvvigionare Oltchim nonostante il mancato pagamento dei loro crediti in essere e che le loro decisioni siano imputabili allo Stato.
- (130) Contrariamente a Electrica ed Electrica Furnizare, CET Govora ha infatti deciso di continuare a fornire energia elettrica e vapore industriale a Oltchim, sebbene quest'ultima non avesse pagato il suo debito nei suoi confronti e contro l'opposizione delle sue banche; tale decisione ha portato al fallimento della stessa CET Govora il 6 maggio 2016: PCC segnala che secondo l'amministratore giudiziario di CET Govora quest'ultima avrebbe sovvenzionato Oltchim.
- (131) PCC sostiene che la decisione di CET Govora di riavviare la propria fornitura a Oltchim in seguito alla fallita privatizzazione nel settembre 2012 sia imputabile allo Stato. Secondo PCC, la decisione di CET Govora di continuare a fornire Oltchim è stata presa in seguito alle relative decisioni del suo proprietario, il consiglio del distretto di Vâlcea, nonostante l'incapacità di Oltchim di far fronte ai propri debiti fosse ampiamente nota. PCC cita altresì il curatore fallimentare di CET Govora il quale sottolinea che *«la decisione di fornire energia elettrica a Oltchim non si fondava su una logica economica ed era motivata politicamente ed è un eccellente esempio dell'interferenza politica nella gestione del debitore [...]»*.
- (132) Pur riconoscendo che Oltchim era un cliente importante per Salrom, PCC sostiene che un operatore in un'economia di mercato non avrebbe continuato a rifornire Oltchim in considerazione della situazione finanziaria di quest'ultima; la potenziale liquidazione di Oltchim avrebbe avuto ripercussioni soltanto su un ramo di attività di Salrom interessando soltanto 60 posti di lavoro. Di conseguenza, qualsiasi creditore privato in una situazione analoga a quella di Salrom, non avrebbe acconsentito a un accumulo di debiti, ma avrebbe piuttosto accettato la riduzione del proprio fatturato al fine di mantenere la propria impresa in buone condizioni.
- (133) PCC sostiene che la decisione di Salrom di riavviare la propria fornitura a Oltchim in seguito alla fallita privatizzazione nel settembre 2012 sia imputabile allo Stato, che controlla Salrom; il consiglio di amministrazione di Salrom è effettivamente nominato dall'assemblea generale degli azionisti in un contesto nel quale lo Stato rumeno detiene la maggioranza (51 %) delle azioni di Salrom e nomina rappresentanti dello Stato in seno al consiglio di amministrazione.

4.2.4.3. Osservazioni di PCC in merito alla misura 3

- (134) PCC sostiene che, accettando la cancellazione del debito anziché richiedere l'esecuzione dei loro crediti, AAAS, CET Govora ed Electrica non si siano comportate da creditori operanti in un'economia di mercato.
- (135) PCC sostiene che il piano di ristrutturazione approvato dai creditori sia privo degli elementi di una ristrutturazione effettiva ⁽⁵¹⁾ e si limiti fondamentalmente a una mera ristrutturazione e liquidazione del debito. PCC sostiene che un piano di ristrutturazione preparato dagli azionisti avrebbe potuto costituire un'opzione migliore; tuttavia non è stato attuato nonostante le proposte formulate, non essendo stato approvato dalle autorità rumene.
- (136) In assenza di misure di ristrutturazione a lungo termine dell'attività principale di Oltchim non vi sono possibilità per l'impresa di rimanere sostenibile e redditizia.

Valore di mercato

- (137) Da un lato, PCC sottolinea che il valore di mercato stabilito da Winterhill Romania nel 2013 era molto incerto e che un attento operatore in un'economia di mercato non l'avrebbe considerato corretto nella determinazione della propria posizione in merito al piano di ristrutturazione due anni dopo, nell'aprile 2015.

⁽⁵¹⁾ La legge rumena in materia di insolvenza impone che un piano di ristrutturazione preveda la ristrutturazione delle attività e/o del debitore, la riorganizzazione aziendale (attraverso la modifica della struttura azionaria) e la limitazione dell'attività del debitore attraverso la liquidazione di taluni suoi attivi. Il piano dovrebbe altresì includere le prospettive per il ritorno alla redditività del debitore. Il piano di ristrutturazione approvato dai creditori non rispetta le condizioni di cui sopra.

- (138) Secondo PCC, i pregressi numerosi tentativi falliti di privatizzazione di Oltchim nel 2001, 2003, 2006, 2007, 2008 e 2012 erano chiari segnali del fatto che nessun investitore era interessato ad acquisire azioni nel contesto della privatizzazione attraverso la creazione di una SPV come proposto dagli amministratori giudiziari. PCC aggiunge che il prezzo fissato per la privatizzazione non è giustificato e non può essere considerato un motivo affidabile per l'approvazione del piano. Secondo PCC il piano rappresenta soltanto un modo per mantenere operative attività aziendali non redditizie e rinviare nel tempo un effettivo fallimento di Oltchim.
- (139) PCC sostiene inoltre che molto probabilmente il prezzo di Oltchim era diminuito tra il 2013 e il 2015 dato che sarebbe stato impossibile riavviare strutture che non funzionavano da 2 anni. Di conseguenza il solo valore del sito di Bradu poteva essere legato ai suoi terreni, seppur vincolati agli oneri ambientali ad essi associati.
- (140) Nel corroborare la sua argomentazione, PCC menziona il prezzo offerto nella procedura infruttuosa di privatizzazione del 2012 da una persona fisica (il sig. Diaconescu) pari a circa 45 milioni di EUR, ossia sei volte meno del prezzo stimato per Oltchim da Winterhill. Allo stesso modo, un rappresentante di Chimcomplex, che aveva presentato un'offerta nel 2016 per l'acquisizione degli attivi funzionali di Oltchim, ha sottolineato nel 2016 che il valore di Oltchim era significativamente inferiore al prezzo richiesto attraverso il piano di ristrutturazione.
- (141) PCC ha sottolineato che le decisioni dei creditori pubblici sono state prese in un contesto nel quale Oltchim rimaneva non redditizia in assenza di un vero e proprio piano di ristrutturazione; inoltre, gli utili registrati da Oltchim erano generati artificiosamente dalle cancellazioni del debito e non costituivano prova di un miglioramento della situazione finanziaria di Oltchim. I risultati positivi riportati nei bilanci d'esercizio sarebbero la mera conseguenza dell'applicazione di vari metodi contabili. Secondo una relazione indipendente commissionata dalla società [...] per conto di PCC, Oltchim ha continuato a registrare perdite tra il 1° gennaio 2013 e il 30 giugno 2016, se si neutralizzano gli elementi eccezionali (come la cancellazione del debito del 2015), in ragione di attivi improduttivi quali l'unità petrolchimica di Bradu e quelli legato al cloruro di vinile monomero e al PVC. Tale relazione conclude altresì che il valore delle attività non correnti materiali al 31 dicembre 2015 che rappresentano oltre l'84 % degli attivi di Oltchim dovrebbe essere compreso tra 14 milioni di EUR e 128 milioni di EUR, a seconda della vendita prevista di Oltchim SPV tra il dicembre del 2013 e il dicembre del 2014 nonché in base allo scenario (A o B) previsto nel piano di ristrutturazione preparato dai curatori designati dall'organo giurisdizionale ⁽⁵²⁾, ossia un valore inferiore a quello di liquidazione stimato da Winterhill (141 milioni di EUR).

Valore di liquidazione

- (142) Secondo PCC il raffronto tra il valore di mercato di Oltchim stimato e il suo valore di liquidazione sarebbe viziato per i seguenti motivi.
- (143) Innanzitutto, esistevano altre alternative, quali la vendita progressiva di Oltchim in lotti di attivi.
- (144) In secondo luogo, l'ammontare degli oneri ambientali calcolato da Oltchim (463,7 milioni di EUR) nello scenario di liquidazione sembra esagerato al fine di sostenere il piano di ristrutturazione anziché la liquidazione di Oltchim, dato che tale calcolo non si fonda su relazioni esterne indipendenti. Non vi sono informazioni relative al motivo per cui gli amministratori giudiziari non hanno richiesto un nuovo studio. Tali oneri ambientali stimati da Oltchim nello scenario di liquidazione dovrebbero altresì essere presi in considerazione dal potenziale acquirente di Oltchim SPV nella sua offerta. Infine, PCC sostiene la tesi della Commissione secondo la quale, nello scenario della liquidazione, gran parte degli attivi può essere acquistata da un acquirente che svolge attività industriali presso il sito di Oltchim, evitando così la demolizione integrale del sito ipotizzata da tale stima. Al contrario, PCC sottolinea l'incertezza legata all'ammontare degli oneri ambientali lasciati in capo a Oltchim nel contesto del piano di ristrutturazione 2015.

Raffronto tra il valore di mercato e quello di liquidazione

- (145) In terzo luogo, in un contesto nel quale i nuovi crediti insorti dopo l'avvio della procedura di insolvenza di Oltchim ottengono uno status privilegiato rispetto a quelli preesistenti, taluni creditori avrebbero potuto avere interesse a richiedere l'avvio della fase di liquidazione di Oltchim piuttosto che attendere l'accumulo di tale nuovo debito che avrebbe ridotto le loro possibilità di recupero. PCC sostiene altresì che il debito contratto da Oltchim in seguito all'avvio della procedura di insolvenza potrebbe essere stato sottostimato. Se ciò fosse vero, tale circostanza avrebbe comportato una riduzione delle prospettive di ripresa e, di conseguenza, un aumento delle cancellazioni dei debiti per i creditori nello scenario del piano di ristrutturazione.

⁽⁵²⁾ PCC ha presentato uno studio separato preparato da [...] che mette in dubbio il prezzo di vendita previsto di Oltchim. Ciò è in contrasto con il valore di vendita stimato nel piano pari a 306 milioni di EUR.

Ulteriori osservazioni sulla misura 3

- (146) Inoltre, PCC sostiene che i creditori statali avrebbero dovuto tenere conto altresì della durata della fase di ristrutturazione rispetto alla durata della procedura di fallimento. La preparazione di un piano di ristrutturazione realizzabile e la sua attuazione richiedono molto più tempo rispetto alla liquidazione di Oltchim tramite una vendita immediata degli attivi.
- (147) Inoltre i creditori statali avrebbero dovuto approfittare della loro situazione.
- A norma dell'articolo 94, lettera c), della legge romena in materia di insolvenza, uno o più creditori che detengono almeno il 20 % di tutti i crediti possono proporre un piano di ristrutturazione. Dato che l'AAAS da sola deteneva il 34,7 % di tutti i crediti, avrebbe potuto proporre un piano diverso con un esito migliore per sé stessa e gli altri creditori statali;
 - rappresentando il 91 % della categoria dei creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza, CET Govora si trovava in una situazione privilegiata per influenzare il piano di ristrutturazione, opportunità che non sembra aver sfruttato;
 - Salrom e l'Ente nazionale rumeno per l'acqua hanno approvato il piano nelle due categorie dei crediti detenuti da ciascuno di essi, sebbene il loro status avrebbe potuto indurli a richiedere l'esecuzione dei loro crediti in veste, rispettivamente, di creditore privilegiato e di creditore del bilancio dello Stato.
- (148) Infine PCC ha sottolineato che sebbene vi fossero alcuni creditori privati che si trovavano in una situazione analoga a quella dello Stato e che hanno votato a favore del piano di ristrutturazione, sarebbe errato dedurre che i creditori statali, compresa l'AAAS, si trovavano in una situazione analoga a quella di un prudente operatore di mercato in ragione del voto favorevole espresso da alcuni creditori privati in merito al piano: a differenza di questi ultimi che detenevano tanto crediti assistiti da garanzie quanto crediti non assistiti da garanzie, quasi tutto il credito vantato dall'AAAS non era in effetti assistito da garanzie; inoltre, detti creditori privati sapevano che lo Stato rumeno avrebbe adottato tutte le misure e tutti i provvedimenti necessari per garantire a tutti i costi la sopravvivenza di Oltchim e, quindi, hanno deciso di «unirsi» allo Stato in tali sforzi.
- (149) PCC ritiene che la misura 3 sia imputabile allo Stato in quanto il piano di ristrutturazione non avrebbe potuto essere approvato senza il consenso dei creditori statali che detenevano la maggioranza dei voti (superiore al 50 %) nella maggior parte delle categorie di creditori: lo Stato ha effettivamente controllato la decisione in tutte le categorie di creditori, ad eccezione dei crediti assistiti da garanzie e della categoria dei crediti vantati dai dipendenti. Di conseguenza, i creditori privati che hanno approvato il piano di ristrutturazione hanno seguito la decisione statale piuttosto che agire in veste di promotori di tale piano di ristrutturazione. PCC afferma altresì di essere «consapevole che vi sono creditori privati che hanno apparentemente adottato il medesimo approccio dello Stato (ossia hanno votato anch'essi a favore del piano, anche se apparentemente non era a loro favore, essendo soggetti a una cancellazione notevole del loro credito)». Tuttavia, PCC ritiene che «sia lo Stato ad aver creato questa 'pratica di mercato' piuttosto che il contrario (lo Stato che segue una tendenza). Ciò in considerazione del fatto che lo Stato controllava Oltchim prima dell'insolvenza, controllava il voto in merito al piano di ristrutturazione, nonché del fatto che era evidente agli altri creditori che lo Stato avrebbe adottato tutte le misure per garantire a tutti i costi la sopravvivenza di Oltchim».

4.3. Osservazioni della Romania sulle osservazioni di terzi ⁽⁵³⁾**4.3.1. Ulteriori osservazioni della Romania in merito alla misura 1**

- (150) La Romania ritiene che l'AAAS abbia agito come un creditore privato «limitato dalla legge», nel calcolare gli interessi fino all'avvio della procedura di insolvenza di Oltchim e respinge le accuse di PCC in merito alla mancata azione da parte dell'AAAS in relazione all'esecuzione dei suoi crediti. La Romania afferma infatti che il memorandum è stato proposto dai ministeri delle Finanze e dell'Economia, dal commercio e degli affari nonché dall'OPSPI. Per quanto concerne le limitazioni de facto, la Romania spiega che l'AAAS non aveva potuto effettuare un sequestro dei conti bancari (ossia sottoporli a sequestro) poiché essi erano già stati oggetto di sequestro da parte di Electrica.
- (151) La Romania critica la logica dell'argomentazione di PCC secondo la quale l'AAAS avrebbe dovuto richiedere l'esecuzione del suo debito: in tali circostanze, Oltchim sarebbe stata costretta ad avviare una procedura di insolvenza. Proprio tale situazione avrebbe impedito all'AAAS qualsiasi recupero nel contesto di tale procedura, come sostenuto da PCC.

⁽⁵³⁾ Cfr. osservazioni presentate dalla Romania il 28 novembre 2016.

- (152) La Romania ritiene irrealistico il punto di vista di PCC secondo il quale l'AAAS avrebbe dovuto richiedere il sequestro dei beni e degli attivi di Oltchim sulla base del fatto che nemmeno i creditori privati ne hanno fatto richiesta.

4.3.2. Ulteriori osservazioni della Romania in merito alla misura 2

- (153) Per quanto concerne CET Govora e Salrom, la Romania afferma che i passivi correnti successivamente all'apertura della procedura di insolvenza venivano pagati da Oltchim senza ritardi.
- (154) Secondo la Romania, tali imprese pubbliche hanno agito come imprese private, come ad esempio Bulrom Gas Impex (un fornitore locale di Oltchim) e quindi il loro comportamento era conforme al principio del creditore privato e dell'acquirente privato.

4.3.3. Ulteriori osservazioni della Romania in merito alla misura 3

- (155) Innanzitutto, la Romania afferma che la soluzione evocata da PCC nelle sue osservazioni, che prevedeva l'elaborazione di un piano di ristrutturazione gestito dagli azionisti, non poteva più essere applicata ai sensi della legge in materia di insolvenza, una volta avviata la procedura di ristrutturazione giudiziaria. Secondo la Romania, la procedura di ristrutturazione proposta da PCC avrebbe favorito gli azionisti a scapito dei creditori e quindi non avrebbe ottenuto l'approvazione da parte di questi ultimi.
- (156) La Romania contesta il punto di vista di PCC secondo il quale la situazione finanziaria di Oltchim si sarebbe attestata a «livelli inferiori a quelli accettabili [...] continuando a generare perdite» e sottolinea che Oltchim si è classificata al 63° posto su 100 nella classifica delle imprese più redditizie dell'Europa sud-orientale stilata da SeeNews ⁽⁵⁴⁾.
- (157) Per quanto concerne la valutazione degli attivi di Oltchim condotta da [...] e comunicata da PCC, la Romania non contraddice la rettifica di normalizzazione effettuata da [...] in relazione alla cancellazione del debito, tuttavia respinge in particolare l'uso della metodologia del flusso di cassa attualizzato ai fini della valutazione delle attività di Oltchim. La Romania fa riferimento a materiali di formazione delle università di Harvard e Stern per sostenere il fatto che il flusso di cassa attualizzato sia mirato alla valutazione delle imprese e, in quanto tale, non costituisce una metodologia appropriata per la valutazione degli attivi.
- (158) La Romania respinge altresì l'idea sostenuta da PCC secondo la quale il comportamento dei creditori privati sarebbe stato influenzato dall'AAAS dato che almeno due delle banche firmatarie (ossia Erste Bank AG e Banca Transilvania) sono istituti consolidati e indipendenti di livello mondiale.
- (159) La Romania sottolinea che sono fondamentalmente i creditori privati che hanno preso la decisione principale in merito al piano di ristrutturazione di Oltchim, in particolare, in quanto rappresentavano il 61,5 % dei creditori privilegiati che hanno avuto un ruolo decisivo approvando una cancellazione parziale del debito, indispensabile per l'approvazione del piano da parte di ciascuna categoria.
- (160) La Romania sostiene che le aspettative di recupero per gli enti pubblici nel contesto del piano di ristrutturazione proposto dall'amministratore giudiziario ammontavano a 500 milioni di RON, ossia un importo 7 volte superiore a un potenziale recupero di 72 milioni di RON nel contesto di una procedura di fallimento.
- (161) Inoltre, secondo la Romania, l'AAAS sarebbe stata in grado di recuperare oltre il 18 % del totale del suo credito nel contesto del piano di ristrutturazione rispetto a soltanto il 12 % in caso di liquidazione, sulla base della relazione Raiffeisen.
- (162) La Romania afferma altresì che, secondo il parere degli amministratori giudiziari di Oltchim, in caso di fallimento, l'elusione o la sottovalutazione dei costi ambientali costituirebbe una responsabilità penale ai sensi del diritto rumeno.

⁽⁵⁴⁾ https://top100.seenews.com/wp-content/uploads/2012/07/SEE_top_100_2016_1.pdf.

- (163) La Romania sostiene ⁽⁵⁵⁾ che le norme in materia di voto implicano che il piano di ristrutturazione non poteva essere adottato senza l'approvazione dei creditori privilegiati come categoria svantaggiata ai sensi di legge. Di conseguenza, si tratta dei creditori privati, che detenevano la maggioranza nella categoria dei creditori privilegiati, i quali hanno avviato e consentito l'adozione del piano; pertanto, tali creditori non hanno agito semplicemente mimando i creditori statali come dichiarato da PCC. La Romania ha specificato ⁽⁵⁶⁾ che i creditori privilegiati erano una categoria svantaggiata. Pertanto, nel caso in cui avessero rigettato il piano, la condizione di cui all'articolo 101, secondo comma, lettera c), della legge in materia di insolvenza non sarebbe stata soddisfatta e ciò avrebbe impedito alle altre categorie di conseguire l'adozione del piano.
- (164) La Romania sottolinea altresì la differenza tra i pregressi tentativi falliti di privatizzazione e la procedura condotta nel 2012 che si fondava sulla vendita degli attivi di Oltchim trasferiti a una società veicolo, ossia una circostanza nella quale l'acquirente non avrebbe acquistato l'intero stato patrimoniale di Oltchim, passivi inclusi, ma soltanto i suoi attivi.
- (165) La Romania afferma che il valore dei debiti correnti sta diminuendo grazie alla generazione da parte di Oltchim di un EBITDA positivo.
- (166) Inoltre la Romania contesta il parere di [interessato anonimo] secondo il quale Oltchim sarebbe «strutturalmente non redditizia»: le difficoltà di Oltchim sarebbero infatti principalmente dovute a decisioni gestionali sbagliate.
- (167) Nelle loro osservazioni presentate il 16 maggio 2018, le autorità rumene hanno sottolineato i seguenti aspetti, in aggiunta a quanto sopra.
- (168) Innanzitutto i creditori statali non hanno concesso alcun vantaggio a Oltchim in quanto non potevano essere considerati agire secondo il principio del *pari passu* rispetto ai creditori privati in tutte le categorie dei creditori privilegiati, dei creditori di bilancio, dei fornitori essenziali e dei creditori chirografari.
- (169) In particolare, la maggioranza dei creditori privilegiati ha votato a favore del piano dato che tali creditori erano convinti che, nello scenario della liquidazione, non avrebbero ottenuto un importo in grado di coprire integralmente i loro crediti. Il semplice fatto che l'AAAS avesse crediti appartenenti tanto alla categoria dei crediti assistiti da garanzie quanto a quella dei crediti di bilancio non influirebbe sulla presente osservazione in merito al *pari passu* dato che l'AAAS poteva soltanto aspettarsi di ottenere un importo superiore nel contesto del piano piuttosto che in quello dello scenario della liquidazione.
- (170) Il fatto che i creditori privilegiati abbiano votato a favore del piano e abbiano accettato una cancellazione dei loro crediti nel contesto dello stesso implicava che i crediti dei creditori di bilancio erano privi di valore nello scenario della liquidazione. In particolare, al fine di garantire un voto favorevole di tali creditori in merito al piano, i creditori privilegiati hanno accettato di limitare la loro parte di entrate (accettando di fatto una cancellazione dei loro crediti compresa tra il 20 % e il 27 %) a favore delle categorie inferiori che non avrebbero ricevuto nulla in caso di liquidazione.
- (171) Il voto favorevole di una maggioranza di creditori chirografari (il 40,5 % di tali crediti era detenuto da Electrica) dimostra anch'esso la fiducia di detti creditori nel piano, sebbene il loro voto avesse una rilevanza limitata in quanto non potevano prevedere di recuperare alcun credito né nello scenario della liquidazione né in quello del piano di ristrutturazione.
- (172) In secondo luogo, le autorità rumene, alle quali la Commissione ha concesso la possibilità di presentare osservazioni in merito a un progetto di prova del criterio dell'operatore in economia di mercato preparato dalla Commissione secondo il punto di vista dei creditori privilegiati, dei creditori di bilancio, dei fornitori essenziali e dei creditori chirografari sulla base di prove disponibili a quell'epoca (la cui versione finale è riportata nell'allegato I della presente decisione) hanno presentato diverse osservazioni a tale riguardo. In particolare le autorità rumene relativizzano la differenza tra la vendita di Oltchim SPV prevista nel piano di ristrutturazione e la vendita in situ considerata dalla Commissione uno dei tre possibili scenari di liquidazione. La Romania sottolinea che non ci si poteva aspettare che lo scenario della liquidazione consentisse di realizzare entrate più elevate rispetto a quelle del piano di ristrutturazione. Infine la Romania ha presentato diverse osservazioni tecniche in merito al modo in cui un creditore operante in un'economia di mercato avrebbe stimato entrate e costi tanto nello scenario del piano di ristrutturazione quanto in quello della liquidazione, fatti salvi gli oneri ambientali per i quali le autorità rumene contestano la neutralizzazione.

⁽⁵⁵⁾ Cfr. punto 35 della risposta della Romania alle osservazioni di terzi in merito alla decisione di avvio.

⁽⁵⁶⁾ Cfr. risposta della Romania del 16 maggio 2018, allegato I, punto R7.

- (173) In terzo luogo, nel complesso, l'opzione scelta dai creditori, ossia il voto a favore del piano, andava evidentemente a loro vantaggio dato che le entrate generate dalla vendita attraverso lotti di attivi operativi, sebbene rappresentassero soltanto il 57 %, apportava loro molti più vantaggi rispetto allo scenario medio in caso di fallimento. In aggiunta a quanto sopra, ulteriori importi avrebbero dovuto essere ottenuti dalla vendita del rimanente 43 % degli attivi e, di conseguenza, il vantaggio per i creditori sarebbe stato superiore nel contesto delle procedure di ristrutturazione. Inoltre si prevedeva che Oltchim avrebbe pagato circa 8 milioni di EUR del suo debito corrente nel corso della prima metà del 2018, circostanza questa che avrebbe comportato un debito corrente inferiore e una maggiore distribuzione ai creditori nel contesto delle procedure di ristrutturazione.

5. PROCEDURA DI VENDITA DEGLI ATTIVI DI OLTCHIM

- (174) Nella sua decisione di avvio (cfr. considerando 85) la Commissione ha ritenuto che la procedura di vendita di cui al piano di ristrutturazione inizialmente approvato poteva comportare una continuità economica tra Oltchim SA e l'eventuale acquirente di Oltchim SPV. Al fine di impedire qualsiasi trasferimento di un eventuale aiuto di Stato incompatibile agli acquirenti degli attivi di Oltchim, le autorità rumene hanno deciso di ristrutturare la procedura di vendita in maniera da garantire la discontinuità economica tra Oltchim e i suoi potenziali acquirenti.
- (175) In particolare, a luglio e ad agosto 2016, con il sostegno di consulenti, Oltchim ha condotto un'analisi dei propri attivi e ha individuato opzioni per offerte separate per gli attivi con l'obiettivo di massimizzare il potenziale prezzo di vendita cumulativo. Ciò ha portato all'individuazione di 9 lotti di attivi ⁽⁵⁷⁾. In seguito all'avviso pubblico della vendita di Oltchim nel mese di agosto del 2016, è stato distribuito un memorandum informativo a 23 offerenti e il termine per la presentazione di offerte vincolanti è stato più volte prorogato, con l'esecuzione di un'ulteriore analisi di dovuta diligenza (visite in loco e diligenza tecnica).
- (176) Il piano rivisto che si basava su una vendita tramite lotti di attivi (e non più attraverso una società veicolo) è stato formalmente accettato dall'assemblea generale dei creditori il 6 marzo 2017. Il giudice preposto alla gestione del fallimento ha confermato il piano di ristrutturazione modificato il 28 giugno 2017 e la sua decisione è diventata definitiva il 16 ottobre 2017 (quando un ricorso presentato da un terzo è stato respinto dall'organo giurisdizionale di grado superiore).
- (177) In seguito alla ricezione di offerte vincolanti, il venditore (AT Kearney per conto di Oltchim) ha individuato le seguenti potenziali combinazioni di offerte vincolanti con il valore aggregato più elevato per i creditori:
- White Tiger Wealth Management per tutti i lotti di attivi ad eccezione dei lotti 2 e 6 per un'offerta dal prezzo complessivo pari a di [...];
 - Chimcomplex per i lotti di attivi 1, 2, 3, 4, 5 e, parzialmente, per il lotto 7 per un'offerta dal prezzo complessivo pari a 127 milioni di EUR; Dynamic Selling Group («DSG») per il lotto di attivi 6 per un'offerta dal prezzo complessivo pari a [...] milioni di EUR (in seguito rivista) e International Process Plants and Equipment (IPP) per i lotti 8 e 9 al prezzo di [...] milioni di EUR.
- (178) La riunione dell'assemblea dei creditori ha avuto luogo il 18 dicembre 2017 e ha approvato l'accordo di vendita degli attivi con Chimcomplex, respingendo tutte le altre offerte ⁽⁵⁸⁾. Dato che la decisione dell'assemblea dei creditori è stata impugnata dinanzi a un organo giurisdizionale, il nuovo termine iniziale è stato posticipato al 17 ottobre 2018.

⁽⁵⁷⁾ Tali 9 lotti di attivi erano: 1) lotto di attivi relativi ai cloruri alcalini, costituito principalmente da strutture di elettrolisi a membrana e impianti di trattamento di sostanze caustiche di Oltchim; 2) lotto di attivi relativi agli osso-alcoli, costituito principalmente da impianti di Oltchim per la produzione di osso-alcoli e l'ex impianto DOP, che poteva essere convertito per la produzione di DOTP, un plastificante accettato nel mercato europeo; 3) lotto di attivi relativi a ossido di propilene/polioli, principalmente contenente gli impianti di lavorazione della calce e le installazioni per l'ossido di propilene e i polioli di Oltchim come strutture chiave; 4) lotto di attivi relativi ai servizi in loco, contenente principalmente infrastrutture industriali chiave e appezzamenti di terreno presso il sito di Vâlcea e posizionamento in veste di gestore di una struttura industriale per altri lotti di attivi presenti presso il sito; 5) lotto di attivi relativi ad automotrici, comprendente principalmente una flotta significativa di vari vagoni cisterna specializzati per il trasporto di forniture e prodotti fabbricati presso il sito di Vâlcea e/o presso siti di produzione analoghi altrove; 6) impianti di lavorazione del PVC di Ramplast per la produzione di profili in PVC per finestre e porte. 7) lotto di attivi relativi a cloruro di vinile monomero/PVC, comprendente principalmente impianti inutilizzati per la produzione di cloruro di vinile monomero e per la sintesi di PVC; 8) lotto di attivi di Bradu, costituito principalmente dall'ex sito petrolchimico e da strutture situate a Pitesti-Bradu, comprendenti un *cracker* e impianti di idrogenazione e produzione di polimeri (PE/PP); e 9) lotto di attivi relativi all'anidride ftalica, costituito principalmente dall'impianto per l'anidride ftalica presso il sito di Vâlcea.

⁽⁵⁸⁾ Come spiegato dal venditore, White Tiger Wealth Management non è stata in grado di fornire prove sufficienti della certezza della transazione e alla fine, il 23 ottobre 2017, ha deciso unilateralmente di ritirarsi dalla transazione.

- (179) Per quanto riguarda il lotto 6, il prezzo di vendita è stato rinegoziato con DSG ed è aumentato da 1,9 milioni di EUR a 2,6 milioni di EUR. Su questa base, il 1° febbraio 2018 è stato firmato un accordo di acquisto degli attivi. Il 26 febbraio 2018 la vendita è stata approvata dall'assemblea dei creditori ed è stata quindi completata il 12 giugno 2018.
- (180) Per quanto concerne i rimanenti attivi non venduti (lotto 7 – lavorazione del PVC; lotto 8 – impianto petrolchimico di Bradu; lotto 9 – anidride ftalica e taluni attivi singoli del lotto di attivi 7 – cloruro di vinile monomero/PVC) l'assemblea dei creditori ha cercato di ottenere offerte migliorate in termini di prezzo, tuttavia le negoziazioni non hanno avuto esito favorevole.
- (181) A maggio del 2018 è stata organizzata una nuova procedura di gara per i rimanenti lotti di attivi (non funzionali) 8, 9 e per la parte non venduta del lotto di attivi 7 ⁽⁵⁹⁾. Il termine previsto per la liquidazione degli attivi rimanenti è aprile 2019.

6. VALUTAZIONE DELL'AIUTO

- (182) La Commissione esaminerà innanzitutto se le misure da 1 a 3 in favore di Oltchim comportano aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE (cfr. sezione 6.1). Successivamente, passerà alla valutazione della possibilità che Oltchim fosse un'impresa in difficoltà (cfr. sezione 6.2). Infine, la Commissione esaminerà se l'aiuto fosse già stato attuato (cfr. sezione 6.3) e, quindi, se tale aiuto sia compatibile con il mercato interno (cfr. sezione 6.4).

6.1. Esistenza di un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE

- (183) Ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, «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».
- (184) I criteri di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE sono cumulativi. La qualifica di una misura come aiuto ai sensi di tale disposizione richiede pertanto che siano soddisfatte le seguenti condizioni cumulative:
- (1) la misura deve essere imputabile allo Stato e finanziata mediante risorse statali;
 - (2) la misura deve concedere un vantaggio al suo beneficiario;
 - (3) tale vantaggio deve essere selettivo; e
 - (4) la misura deve falsare o minacciare di falsare la concorrenza e incidere sugli scambi tra Stati membri.

6.1.1. Provenienza dallo Stato (imputabilità e utilizzo di risorse statali)

- (185) Come è stato affermato dalla Corte ⁽⁶⁰⁾, affinché le misure vengano qualificate come aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE, a) esse devono derivare da risorse statali, indirettamente o direttamente da qualsiasi organismo intermedio che agisca in virtù di poteri ad esso conferiti e b) devono essere imputabili allo Stato. La nozione di Stato membro comprende tutti i livelli delle autorità pubbliche, indipendentemente dal fatto che si tratti di un'autorità nazionale, regionale o locale ⁽⁶¹⁾.

6.1.1.1. Misura 1: AAAS – la mancata riscossione e l'ulteriore accumulo dei debiti tra il mese di settembre del 2012 e il mese di gennaio del 2013

- (186) Come rilevato al considerando 14, l'AAAS fa parte della pubblica amministrazione, subordinata al governo. Di conseguenza la mancata riscossione del credito scaduto (capitale e interessi) da parte di tale ente, l'ulteriore accumulo di debito nonché l'annullamento di crediti che avrebbero dovuto essere normalmente corrisposti all'AAAS, gravano sul bilancio dello Stato e comportano il ricorso a risorse statali.
- (187) Alla luce di quanto sopra, la misura 1 è imputabile allo Stato e comporta un trasferimento di risorse statali.

⁽⁵⁹⁾ Come da risposta della Romania del 16 maggio 2018, tutti questi attivi sono attivi non funzionali.

⁽⁶⁰⁾ Cfr. sentenza della Corte del 16 maggio 2002, *Francia/Commissione (Stardust Marine)*, C-482/99, ECLI:EU:C:2002:294.

⁽⁶¹⁾ Sentenza della Corte del 14 ottobre 1987, *Germania/Commissione*, C-248/84, ECLI:EU:C:1987:437, punto 17.

6.1.1.2. Misura 2: CET Govora e Salrom - sostegno alle operazioni di Oltchim sotto forma di forniture continuative non pagate a decorrere dal mese di settembre del 2012

- (188) Nei casi in cui un'autorità pubblica concede un vantaggio a un beneficiario, la misura è per definizione imputabile allo Stato, anche se l'autorità in questione gode di autonomia giuridica rispetto ad altre autorità pubbliche.
- (189) Tuttavia, l'imputabilità è meno evidente, se il vantaggio è concesso attraverso le imprese pubbliche ⁽⁶²⁾. In tali casi resta da verificare se le autorità pubbliche possano essere considerate aver avuto un qualche ruolo nell'adozione della misura in questione ⁽⁶³⁾.
- (190) Di conseguenza, l'imputabilità allo Stato di una misura adottata da un'impresa pubblica può essere dedotta da un insieme di indizi risultanti dalle circostanze del caso di specie e dal contesto nel quale la misura in questione è stata adottata ⁽⁶⁴⁾. Tra gli altri i possibili indizi utilizzati per stabilire se una misura sia imputabile includono i seguenti:
- a) lo status giuridico dell'impresa, ossia il fatto che questa sia soggetta al diritto pubblico ovvero al diritto societario comune;
 - b) l'integrazione di tale impresa nelle strutture dell'amministrazione pubblica;
 - c) la natura delle sue attività e l'esercizio di queste sul mercato in normali condizioni di concorrenza con operatori privati;
 - d) la circostanza che l'organismo in questione non poteva adottare la decisione contestata senza tener conto delle esigenze dei pubblici poteri;
 - e) il fatto che l'impresa, grazie alla cui intermediazione gli aiuti erano stati accordati, doveva tener conto delle direttive impartite da enti governativi ⁽⁶⁵⁾;
 - f) l'intensità della tutela esercitata dalle autorità pubbliche sulla gestione dell'impresa.
- (191) Per quanto concerne Salrom, la Commissione osserva che il consiglio di amministrazione dell'impresa è effettivamente nominato dall'assemblea generale degli azionisti, in un contesto nel quale lo Stato rumeno detiene la maggioranza (51 %) delle azioni di Salrom e nomina rappresentanti dello Stato in seno al consiglio di amministrazione.
- (192) Inoltre, dato che Salrom è considerata un'impresa di proprietà statale, il suo bilancio annuale è soggetto ad approvazione da parte dello Stato. Tale approvazione ex ante riguarda, tra l'altro, gli importi corrispondenti ai crediti commerciali verso clienti (quali ad esempio Oltchim).
- (193) In ogni caso, non è necessario concludere che le azioni di Salrom siano imputabili allo Stato per quanto attiene alla misura 2 dato che la Commissione ritiene che detta misura non costituisca un aiuto a favore di Salrom (cfr. considerando 263).
- (194) Per quanto concerne CET Govora, la Commissione osserva che l'impresa è registrata come un'impresa interamente di proprietà statale avente come unico azionista il distretto di Vâlcea e che, prima della procedura di insolvenza, è stata amministrata dal consiglio del distretto di Vâlcea ⁽⁶⁶⁾.
- (195) Inoltre la Commissione osserva che le decisioni di firmare un nuovo contratto di fornitura di energia elettrica con Oltchim e quindi di aumentare le forniture sono state prese nel contesto dell'attuazione di diverse decisioni ⁽⁶⁷⁾ deliberate dal consiglio del distretto di Vâlcea con l'obiettivo di assicurare l'approvvigionamento di Oltchim.

⁽⁶²⁾ La nozione di imprese pubbliche può essere definita facendo riferimento alla direttiva 2006/111/CE della Commissione, del 16 novembre 2006, relativa alla trasparenza delle relazioni finanziarie tra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche e alla trasparenza finanziaria all'interno di talune imprese (GU L 318 del 17.11.2006, pag. 17). L'articolo 2, lettera b), di tale direttiva stabilisce che per «impresa pubblica» si intende ogni impresa nei confronti della quale i poteri pubblici possano esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza dominante per ragioni di proprietà, di partecipazione finanziaria o della normativa che la disciplina.

⁽⁶³⁾ Sentenza della Corte del 16 maggio 2002, *Francia/Commissione (Stardust Marine)*, C-482/99, ECLI:EU:C:2002:294, punto 52.

⁽⁶⁴⁾ Sentenza della Corte del 16 maggio 2002, *Francia/Commissione (Stardust Marine)*, C-482/99, ECLI:EU:C:2002:294. Cfr. anche sentenza del Tribunale del 26 giugno 2008, *SIC/Commissione*, T-442/03, ECLI:EU:T:2008:228, punti da 93 a 100.

⁽⁶⁵⁾ Sentenza della Corte del 23 ottobre 2014, *Commerz Nederland*, C-242/13, ECLI:EU:C:2014:2224, punto 35.

⁽⁶⁶⁾ Cfr. decreto del governo n. 1005/2002, come menzionato sul sito web dell'impresa: www.cetgovora.ro.

⁽⁶⁷⁾ Decisione n. 27 del 31 agosto 2012, decisione n. 58 del 31 ottobre 2012, decisione n. 61 del 16 novembre 2012, decisione n. 86 del 28 dicembre 2012.

- (196) Inoltre, nel considerare il comportamento dell'impresa in un contesto più ampio, non sarebbe plausibile ritenere che CET Govora fosse esente da qualsiasi influenza dello Stato. Ad esempio, immediatamente dopo la fallita privatizzazione, l'amministratore delegato di CET Govora è stato immediatamente nominato CEO di Oltchim nell'ottobre 2012 e successivamente è tornato a CET Govora nel febbraio 2013, immediatamente dopo l'avvio della procedura di insolvenza di Oltchim ⁽⁶⁸⁾.
- (197) Nonostante l'affermazione della Romania secondo la quale l'amministratore delegato di CET Govora avrebbe suggerito al consiglio di Vâlcea di prendere decisioni nel migliore interesse dell'impresa durante il periodo oggetto di valutazione, altri elementi portati alla luce da scandali di corruzione ad alto livello nei quali era coinvolto l'amministratore delegato di CET Govora (successivamente condannato dagli organi giurisdizionali penali nazionali unitamente ad un membro del governo) contraddicono tale affermazione ⁽⁶⁹⁾. Più in particolare, nel giugno 2018, gli organi giurisdizionali penali nazionali hanno condannato il ministro dei Trasporti dell'epoca con l'accusa di *traffico di influenza reale* della quale egli godeva nei confronti dell'amministratore delegato di CET Govora al fine di spingere quest'ultimo a concludere diversi contratti svantaggiosi e non necessari in nome di CET Govora, con il fine ultimo di sottrarre risorse aziendali. Per la loro attività criminale congiunta di *abuso di ufficio* e *traffico d'influenza* in forma continuata, commessa tra il mese di ottobre del 2011 e il mese di luglio del 2014, gli organi giurisdizionali penali nazionali hanno condannato tanto il ministro quanto l'amministratore delegato di CET Govora.
- (198) Di conseguenza, e indipendentemente dalla posizione soggettiva di CET Govora riguardo al merito della prosecuzione delle forniture a Oltchim, la Commissione osserva che CET Govora non poteva adottare la decisione contestata senza tener conto delle esigenze dei pubblici poteri e che le direttive impartite da enti governativi (ossia le decisioni del consiglio del distretto di Vâlcea) costituivano in ultima analisi le fondamenta delle azioni di CET Govora. Di conseguenza la Commissione conclude che la misura è imputabile allo Stato nel caso di CET Govora.
- (199) Dato che CET Govora è di proprietà statale, la Commissione conclude che la sua decisione di rinviare la scadenza dei pagamenti e di continuare a fornire Oltchim, grava sulle risorse statali.
- (200) Alla luce di quanto sopra, la misura 2 è imputabile allo Stato per quanto concerne CET Govora e comporta un trasferimento di risorse statali.

6.1.1.3. Misura 3: AAAS e imprese statali (in particolare Electrica, Salrom, CET Govora, Ente nazionale per l'acqua) – la cancellazione del debito per il 2015 nell'ambito del piano di ristrutturazione

- (201) Innanzitutto la Commissione osserva che, ai sensi della legge in materia di insolvenza, il piano non poteva essere approvato senza il consenso dell'AAAS (che deteneva la maggioranza del valore dei crediti nella categoria dei creditori di bilancio) o di CET Govora (che deteneva la maggioranza del valore dei crediti nella categoria dei fornitori vincolati, ossia creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza), le cui azioni erano imputabili allo Stato (cfr. considerando 187 e 200).
- (202) In secondo luogo, la Commissione osserva altresì che il piano di ristrutturazione è stato preparato dal curatore nominato dall'organo giurisdizionale, facente parte dello Stato. Il piano di ristrutturazione è stato poi omologato grazie all'approvazione dei creditori pubblici e privati che avevano precedentemente firmato nel novembre del 2012 il memorandum avviato dallo Stato.
- (203) Tale memorandum (firmato da 12 parti di cui 10 appartenevano alla pubblica amministrazione o erano di proprietà pubblica ⁽⁷⁰⁾ e solo 2 istituti finanziari di proprietà privata ⁽⁷¹⁾, cfr. considerando 31) era stato preparato da tre ministeri e approvato dal primo ministro. Di conseguenza tale memorandum costituiva il canale effettivo utilizzato dallo Stato al suo massimo livello per mantenere Oltchim sul mercato.

⁽⁶⁸⁾ <https://romanalibera.ro/actualitate/eveniment/directorul-oltchim-a-demisionat-la-presiunea-angajatilor-combinatului-292711>.

⁽⁶⁹⁾ <https://www.digi24.ro/stiri/actualitate/justitie/dan-sova-condamnat-la-3-ani-de-inchisoare-cu-executare-950309>.

⁽⁷⁰⁾ Tre ministeri, l'AAAS, l'Ufficio per la partecipazione dello Stato alla privatizzazione dell'industria, Electrica, CFR Marfa, Salrom SA, Oltchim, CEC Bank. Da luglio del 2014 la maggior parte delle partecipazioni di Electrica è di proprietà privata.

⁽⁷¹⁾ Banca Transilvania SA e Banca Comercială Română.

(204) In terzo luogo la Commissione osserva che tale intenzione dello Stato di mantenere Oltchim in attività era stata segnalata e quindi ripetutamente confermata prima e durante il periodo di insolvenza.

- a) Come dimostrato dalle varie dichiarazioni alla stampa da parte di alti rappresentanti del governo rumeno (cfr. considerando 27, 28, 30 e 31, riguardanti il periodo tra il mese di settembre del 2012 e il mese di gennaio del 2013), il salvataggio di Oltchim e il rilancio delle sue attività hanno ricevuto un pieno sostegno politico ancor prima della concezione di qualsiasi piano di ristrutturazione e ancor prima dell'avvio della procedura di insolvenza;
- b) come risulta evidente dalla stampa, il governo è stato sottoposto a forti e costanti pressioni dal sindacato di Oltchim, in particolare dopo la fallita privatizzazione e per tutto il 2013 ⁽⁷²⁾. Segnatamente, in seguito all'avvio della procedura di insolvenza di Oltchim, i mesi di febbraio, marzo e agosto del 2013 sono stati caratterizzati da ampie proteste a Râmnicu Vâlcea e Pitesti, i due siti di Oltchim;
- c) nel gennaio 2013 l'ex ministro dell'Economia ha riconosciuto che la precedente privatizzazione era costata ad Oltchim l'accumulo di ulteriori debiti per quasi 100 milioni di EUR dalla fallita privatizzazione fino al mese di [gennaio del 2013] e ha affermato che la liquidazione per lotti sarebbe stata una soluzione più facile. Tuttavia, il ministro ha aggiunto che riteneva che *«l'avvio di una procedura di insolvenza per Oltchim [...] avrebbe rappresentato una possibilità di ristrutturazione e valorizzazione delle sue componenti redditizie. Il Fondo monetario ha una visione più pessimistica»* ⁽⁷³⁾. Durante la prima parte del periodo di insolvenza, il governo rumeno ha continuato a inviare forti messaggi al pubblico sulle sue intenzioni in merito al salvataggio di Oltchim;
- d) ad esempio, immediatamente dopo l'avvio della procedura di insolvenza, all'inizio del mese di marzo del 2013, il primo ministro rumeno dell'epoca ha affermato: *«sfortunatamente la risposta della Commissione europea all'idea di un prestito è negativa. Secondo la Commissione europea Oltchim ha già beneficiato di aiuti di Stato nel periodo 2010-2011, di conseguenza, penso che non siamo autorizzati a concedere denaro del bilancio e che l'unica soluzione consista nel ristrutturare e nell'ottenere finanziamenti tanto dalle banche quanto dagli operatori commerciali che acquistano la produzione»*. Il primo ministro ha aggiunto che il governo era *«interessato a fare in modo che i posti di lavoro fossero preservati»* ⁽⁷⁴⁾;
- e) nello stesso mese di marzo del 2013, durante una presentazione dinanzi al parlamento rumeno ⁽⁷⁵⁾ il ministro dell'Economia dell'epoca ha affermato: *«intendiamo modificare la filosofia di privatizzazione, in quanto siamo interessati a quegli [investitori] che vogliono investire e siamo più interessati al livello effettivo degli investimenti successivi [in seguito alla privatizzazione] piuttosto che al prezzo di vendita»* ⁽⁷⁶⁾;
- f) in un altro contesto, lo stesso ministro dell'Economia ha affermato che *«oltre al suo marchio, Oltchim detiene numerosi importanti brevetti che valgono milioni di EUR»* e che *«la distruzione di tale impresa equivarrebbe alla distruzione di un tesoro in termini di proprietà intellettuale»* ⁽⁷⁷⁾;
- g) durante un incontro con le autorità locali nella regione dei siti di Oltchim, il ministro dell'Economia ha affermato che *«4 mesi dopo la dichiarazione di insolvenza, vi sono argomenti che portano alla conclusione che si possono trovare soluzioni per salvare l'impresa»*. È stato riferito che il ministro abbia affermato che *«il problema di Oltchim è una questione di orgoglio e dignità nazionale dato che Oltchim è una delle prime 5 imprese del settore in Europa, motivo per cui vale la pena salvarla»* ⁽⁷⁸⁾;

⁽⁷²⁾ I leader del sindacato hanno esortato il primo ministro Ponta a nominare una commissione per la valutazione e il processo decisionale, lamentando che gli amministratori giudiziari avrebbero *«portato Oltchim al fallimento tramite risoluzioni collettive dei contratti di lavoro, la disoccupazione tecnica e il mantenimento fuori servizio delle installazioni»* e hanno chiesto una *«decisione politica destinata a stabilire la strategia di funzionamento e privatizzazione di Oltchim e la sua capitalizzazione»*, nonché altri provvedimenti intesi a salvare l'impresa. Cfr. articoli di stampa del 26 luglio 2013 disponibili all'indirizzo: <http://romanalibera.ro/economie/finante-banci/ce-ii-cer-sindicalistii-oltchim-lui-ponta-308646> e del 4 dicembre 2013 disponibile all'indirizzo: <https://www.voceavalcii.ro/18598-francu-il-cheama-pe-ponta-in-mijlocul-sindicalistilor-de-la-oltchim.html>.

⁽⁷³⁾ Cfr. articolo del 26 gennaio 2013 disponibile all'indirizzo: <https://www1.agerpres.ro/economie/2013/01/26/vosganian-fmi-are-oviziune-pesimista-privind-oltchim-19-59-47>.

⁽⁷⁴⁾ Cfr. articolo del 29 marzo 2013 disponibile all'indirizzo: <http://www.mediafax.ro/social/ponta-comisia-europeana-nu-permite-ajutor-de-stat-la-oltchim-si-nu-avem-cumparatori-sunt-necesare-disponibilizari-10700467> e articolo del 30 marzo 2013 disponibile all'indirizzo: <https://revista22.ro/24001/.html>.

⁽⁷⁵⁾ Cfr. articolo del 17 dicembre 2013 disponibile all'indirizzo: <https://www1.agerpres.ro/economie/2013/12/17/retrospective-2013-oltchim-ramnicu-valcea-tinut-pe-aparatele-insolventei-12-13-21>; http://economie.hotnews.ro/stiri-finante_banci-16227528-oltchim-ramnicu-valcea-tinut-aparatele-insolventei-retrospectiva.htm.

⁽⁷⁶⁾ Cfr. articolo del 10 aprile, aggiornato il 13 aprile 2013, disponibile all'indirizzo: <http://stirileprotv.ro/stiri/financiar/vosganian-mari-companii-au-exprimat-in-scris-interesul-pentru-oltchim-ponta-atentie-la-escroci.html>.

⁽⁷⁷⁾ Cfr. articolo del 30 maggio 2013 disponibile all'indirizzo: <http://romanalibera.ro/economie/companii/vosganian-despre-oltchim-vorbim-despre-distrugea-unui-tezaur-de-proprietate-industrial-a-303367>.

⁽⁷⁸⁾ Cfr. articolo del 9 luglio 2013 disponibile all'indirizzo: <https://www1.agerpres.ro/economie/2013/9/17/Varujan-Vosganian-Oltchim-va-deveni-bancabil-17-09-2013-17-14-49>.

- h) nel settembre del 2013, il ministro dell'Economia ha dichiarato che Oltchim era una priorità per il suo ministero e ha affermato: «questa settimana i creditori dovrebbero approvare un finanziamento che vorremmo annunciare entro pochi giorni e che se sarà attuato costituirà un risultato straordinario per Oltchim che all'inizio dell'anno era al limite dell'estinzione ed ora diventa bancabile e ottiene credito da banche private. Quindi, alla fine di settembre, verrà presentata la relazione di valutazione e 'Oltchim n. 2' sarà liberata dal debito dei creditori affinché ottobre sia il mese di inizio delle negoziazioni con i potenziali clienti». Più in generale, durante queste discussioni con i senatori del partito di maggioranza, il ministero dell'Economia si è espresso contro la liquidazione di grandi imprese statali ⁽⁷⁹⁾;
- i) all'inizio del 2014, il primo ministro esortava il ministro ad interim dell'Economia, recentemente nominato, a subentrare nella gestione del «problema Oltchim», aggiungendo che «*non vorrei che la situazione esplodesse [...] per mancanza di capacità politica*» ⁽⁸⁰⁾;
- j) più tardi quello stesso anno, il ministro dell'Economia ha ribadito, durante una visita presso i siti di Oltchim che quest'ultima «è un'impresa di interesse nazionale e strategico» e ha escluso uno scenario di fallimento. Piuttosto, ha spiegato che il rinvio della privatizzazione era basato su «l'interesse degli investitori nel rilevare anche la raffineria di Arpechim» ⁽⁸¹⁾. Analogamente il ministro dell'Economia e il primo ministro hanno ribadito in varie occasioni che «Oltchim non sarà mai chiusa» ⁽⁸²⁾.
- (205) Inoltre, come risulta dalla tabella dei crediti (cfr. tabella 1), i firmatari del memorandum detenevano crediti per un ammontare aggregato pari a 539 milioni di EUR. I crediti di tali firmatari, unitamente a quelli di CET Govora (le cui azioni relative alla misura 3 erano imputabili allo Stato, cfr. considerando 200 e 201), ammontano a un importo aggregato di 569 milioni di EUR rispetto a un totale complessivo dei crediti pari a 759 milioni di EUR. Di conseguenza anche i firmatari del memorandum insieme a CET Govora disponevano della maggioranza necessaria per approvare il piano ⁽⁸³⁾ in tutte e quattro le categorie di creditori diverse dai dipendenti, una categoria che ha anch'essa preferito naturalmente il piano (fatto riconosciuto dalle autorità rumene ⁽⁸⁴⁾). L'alto livello dei firmatari pubblici del memorandum rende altamente improbabile che anche le banche private e altri attori privati avrebbero deciso di ignorare gli obiettivi del memorandum al momento del voto favorevole o contrario al piano: né le banche private firmatarie del memorandum né Electrica potevano ragionevolmente rifiutarsi di prendere in considerazione le reiterate dichiarazioni (cfr. considerando 27, 28 e 30) dell'azionista di Oltchim SA che implicavano che lo Stato rumeno non avrebbe lasciato fallire Oltchim, né potevano ignorare il memorandum che avevano firmato ed era stato approvato dal primo ministro. Sulla base delle spiegazioni fornite dalla Romania, l'organo giurisdizionale avrebbe considerato all'epoca che sarebbe stata soddisfatta anche la condizione seguente prevista dall'articolo 101, secondo comma, della legge in materia di insolvenza, anche nel caso in cui un creditore che non faceva parte del memorandum avesse impugnato il piano: in particolare, sulla base delle osservazioni presentate dalla Romania, l'organo giurisdizionale avrebbe considerato che «nessuna delle categorie che respinge il piano e nessuno dei creditori che respingono il piano ricevono meno di quanto avrebbero ricevuto in caso di fallimento», indipendentemente dal raffronto che un operatore in un'economia di mercato avrebbe effettuato tra le entrate del piano di ristrutturazione e quelle dello scenario della liquidazione (cfr. sezione 6.1.2.3 a tale proposito). Di conseguenza, il memorandum ha consentito allo Stato di assicurare l'adozione del piano di ristrutturazione da parte dei creditori.
- (206) Alla luce di quanto precede, la Commissione osserva che il memorandum, avviato dallo Stato, e l'obiettivo di tale documento, ossia il salvataggio di Oltchim a tutti i costi, come regolarmente e pubblicamente reiterato dallo Stato tra la fallita privatizzazione nel settembre del 2012 e il voto dei creditori in merito al piano nel 2015, hanno assicurato la maggioranza richiesta in seno all'assemblea dei creditori in maniera da assicurare l'adozione del piano di ristrutturazione. Come illustrato nei considerando 31, 203 e 235 e seguenti, tale memorandum era imputabile allo Stato.
- (207) Specificamente, tramite il memorandum, il governo ha creato un quadro che ha spinto i suoi firmatari a «collaborare al fine di individuare e attuare soluzioni che proteggessero i diritti dei dipendenti, degli azionisti e dei creditori».

⁽⁷⁹⁾ Cfr. articolo del 17 settembre 2013 scaricato dall'indirizzo: <https://www.agerpres.ro/economie/2013/9/17/Varujan-Vosgianian-Oltchim-va-deveni-bancabil17-09-2013-17-14-49>.

⁽⁸⁰⁾ Cfr. articolo del 19 febbraio 2014 disponibile all'indirizzo: http://www.economica.net/ponta-despre-situatia-de-la-oltchim-n-as-vrea-sa-explodeze-din-lipsa-noastra-de-capacitate-politica_73937.html#n.

⁽⁸¹⁾ Cfr. articolo di stampa del 1° aprile 2014 disponibile all'indirizzo: http://www.economica.net/constantin-nita-exclude-varianta-falimentului-in-cazul-oltchim_76820.html.

⁽⁸²⁾ Cfr. articolo del 3 giugno 2014 disponibile all'indirizzo: http://adevarul.ro/economie/afaceri/constantin-nita-guvernul-nu-inchide-oltchim-niciodata-1_538d9c800d133766a84153d9/index.html e articolo del 6 giugno 2014 disponibile all'indirizzo: <https://www.wall-street.ro/articol/Companii/167170/ponta-oltchim-nu-mai-are-pierderi-si-este-eligibil-pentru-credite.html>.

⁽⁸³⁾ CFR Marfa, parte firmataria del memorandum, ha votato contro il piano, tuttavia il suo voto non ha avuto alcun impatto sulla maggioranza detenuta dai firmatari del memorandum in ciascuna categoria di creditori. Il valore dei crediti detenuti dalle diverse parti firmatarie del memorandum ha assicurato altresì il soddisfacimento della condizione stabilita nella legge in materia di insolvenza secondo la quale il piano deve essere approvato da almeno una delle categorie svantaggiate, condizione che garantisce l'approvazione del piano.

⁽⁸⁴⁾ Punto 82 delle osservazioni presentate dalla Romania datate 16 maggio 2018.

- (208) Inoltre, «[i]l progetto di accordo garantisce l'erogazione di capitale circolante da parte delle banche firmatarie [affinché Oltchim] continui la produzione secondo le capacità rilanciate, nonché riapra gradualmente anche altre capacità produttive, al fine di attrarre un numero maggiore di potenziali richiedenti interessati alla privatizzazione dell'impresa». È altamente improbabile che, nel contesto della dichiarazione pubblica delle autorità, uno qualsiasi degli attori invitati a firmare il memorandum si sarebbe rifiutato di aderirvi. Inoltre il livello fissato dal memorandum per la collaborazione tra i firmatari che prevedeva «l'assistenza di esperti in materia di ristrutturazione [per] sviluppare una strategia che garantisca la redditività a lungo termine al fine di portare Oltchim a un livello sostenibile di redditività, solvibilità, liquidità e flusso di cassa ('strategia di rilancio sostenibile')» era relativamente basso e vago, in quanto si basava soltanto su «l'ottenimento di **alcuni risultati positivi** seguendo l'analisi della redditività» (grassetto aggiunto).
- (209) Tramite il memorandum, il governo ha ribadito la propria determinazione a fare tutto il necessario per fare operare Oltchim e per ristrutturarla. Analogamente, tanto i soggetti privati quanto quelli pubblici che hanno firmato il memorandum si sono impegnati ad adoperarsi per attuare la strategia a lungo termine di ristrutturazione di Oltchim, molto prima di qualsiasi voto su un potenziale piano di ristrutturazione dell'assemblea dei creditori. Inoltre, tutti i firmatari del memorandum hanno votato a favore del piano di ristrutturazione nel 2015, con la sola eccezione di CFR Marfă, che era relativamente meno importante rispetto ai partner finanziari e agli altri creditori statali per quanto concerne la sopravvivenza di Oltchim anche in considerazione del fatto che quest'ultima ricorreva anche ai servizi di Ermewa per le sue esigenze in termini di trasporti.
- (210) Il memorandum contiene la clausola n. 8 che prevede «la protezione e il mantenimento dei diritti» e degli interessi dei firmatari. Tuttavia, tale clausola e, in particolare, la seconda parte della stessa, non si spinge oltre un'affermazione dell'ovvio, ossia il fatto che il memorandum stesso, al momento della sua firma, non rappresentava già una rinuncia anticipata dei diritti delle banche, di Electrica o di AVAS in veste di creditori. Di conseguenza, secondo la Commissione, la sola partecipazione in quello specifico momento e l'impegno assunto di futura cooperazione istituito tramite il memorandum costituiscono di per sé una prova del fatto che i creditori firmatari (tanto pubblici quanto privati) abbiano intrapreso un approccio chiaramente diretto alla ristrutturazione di Oltchim.
- (211) Tale approccio destinato a tenere a galla Oltchim risulta essere ancora più ovvio se si considera il tempo supplementare e gli sforzi finanziari profusi a sostegno del rilancio di Oltchim da parte delle tre banche (il cui credito nei confronti di Oltchim è aumentato considerevolmente durante tale periodo) e dell'AAAS (e di altri firmatari) che, nella stessa ottica, si sono astenuti dall'adottare provvedimenti per ottenere l'esecuzione immediata dei suoi crediti.
- (212) Per quanto concerne l'Ente nazionale per l'acqua, sulla base delle disposizioni del suo statuto di funzionamento e organizzazione accessibili al pubblico ⁽⁸⁵⁾, la Commissione osserva quanto riportato in appresso.
- (213) Innanzitutto, per quanto concerne il suo status giuridico e la sua integrazione nelle strutture della pubblica amministrazione, l'Ente nazionale per l'acqua è un'istituzione pubblica di interesse nazionale dotata di capacità giuridica e coordinata dall'autorità pubblica centrale per l'acqua (ossia il ministero delle Acque e delle foreste) ⁽⁸⁶⁾.
- (214) In secondo luogo, per quanto riguarda la natura delle sue attività, l'oggetto dell'impresa consiste nell'applicazione della strategia e della politica nazionali nel settore della gestione quantitativa e qualitativa delle risorse idriche e nel garantire il rispetto delle norme in materia. In tale contesto, tale ente amministra e gestisce l'infrastruttura del sistema nazionale di gestione delle acque. Inoltre, l'impresa garantisce l'adempimento di una serie di attività di interesse nazionale e sociale, come ad esempio il soddisfacimento degli impegni assunti dallo Stato rumeno attraverso accordi e convenzioni internazionali ⁽⁸⁷⁾.

⁽⁸⁵⁾ Secondo le informazioni più recenti disponibili sul suo sito web (all'indirizzo: <http://www.rowater.ro/default.aspx>), l'Ente nazionale rumeno per l'acqua è stato istituito tramite decisione del governo n. 107/2002, modificata e integrata dal decreto urgente del governo n. 73/2005 (disponibile all'indirizzo: <http://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocumentAfis/153726>). Il suo statuto di funzionamento e organizzazione è stato approvato con decisione del governo n. 1176 del 29 settembre 2005 (disponibile all'indirizzo: <http://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocument/31843>).

⁽⁸⁶⁾ Cfr. articolo 1 dello statuto dell'Ente nazionale per l'acqua.

⁽⁸⁷⁾ Cfr. articoli 3 e 6 dello statuto dell'Ente nazionale per l'acqua.

- (215) In terzo luogo, per quanto riguarda l'intensità della tutela esercitata dalle autorità pubbliche sulla sua gestione, l'Ente nazionale per l'acqua è gestito da un consiglio di amministrazione composto da 11 membri, tutti nominati per un mandato di quattro anni su ordine del capo dell'autorità pubblica centrale per l'acqua. Ai sensi del medesimo articolo, è obbligatorio che un rappresentante del ministero delle Finanze e uno dell'autorità pubblica centrale per l'acqua siano membri del consiglio di amministrazione. Inoltre, il direttore generale dell'Ente nazionale per l'acqua è nominato, sospeso ed esonerato dall'incarico per ordine del capo della stessa autorità pubblica centrale per l'acqua ⁽⁸⁸⁾.
- (216) In quarto luogo, per quanto concerne il finanziamento della sua attività, il bilancio delle entrate e delle spese dell'impresa è approvato dal consiglio di amministrazione con il consenso del capo dell'autorità pubblica centrale per l'acqua ⁽⁸⁹⁾.
- (217) Di conseguenza, alla luce dei fattori di cui al considerando 190, la Commissione ritiene che: i) il suo status giuridico, ii) la sua integrazione nella pubblica amministrazione, iii) la natura delle sue attività e dei suoi compiti (normalmente non esercitati sul mercato in condizioni di concorrenza con operatori privati), iv) la tutela esercitata dalle autorità pubbliche sulla sua gestione e v) la procedura di approvazione del bilancio delle entrate e delle spese, siano tutti aspetti indicativi del fatto che le azioni dell'Ente nazionale per l'acqua sono imputabili allo Stato.
- (218) Alla luce degli elementi di cui sopra (ossia, in particolare, della maggioranza dei voti assicurati per l'adozione del piano di ristrutturazione, ma altresì dell'assicurazione della cooperazione negli sforzi contemporanei e successivi dei principali creditori attraverso il memorandum), la Commissione conclude che la concessione della misura 3 da parte di AAAS, Electrica, Salrom, CET Govora e l'Ente nazionale per l'acqua sia imputabile allo Stato.

6.1.2. Vantaggio economico selettivo

- (219) Le misure oggetto di valutazione sono evidentemente selettive essendo concesse esclusivamente ad Oltchim. Altre imprese in una situazione di fatto e di diritto analoga, alla luce dell'obiettivo perseguito dalle misure, nel settore petrolchimico o in altri settori, non hanno beneficiato del medesimo vantaggio. Secondo la giurisprudenza della Corte di giustizia, il semplice fatto che la posizione concorrenziale di un'impresa sia rafforzata rispetto ad altre imprese concorrenti, conferendole un vantaggio economico del quale non avrebbe altrimenti beneficiato nel normale corso della sua attività, è un indizio di una possibile distorsione della concorrenza ⁽⁹⁰⁾.
- (220) Tuttavia, la Romania sostiene che «le misure non conferivano alcun vantaggio economico a Oltchim dato che rispettavano il criterio dell'operatore in economia di mercato in ragione del fatto che le autorità pubbliche e le società pubbliche hanno agito nella stessa maniera in cui avrebbero agito creditori, investitori o fornitori privati al fine di ridurre al minimo le loro perdite e massimizzare i loro utili» ⁽⁹¹⁾.
- (221) Tuttavia, nel caso di specie il criterio dell'operatore in economia di mercato non sembra essere applicabile. Innanzitutto, la Commissione ricorda che la Corte ha precedentemente ritenuto che l'applicabilità del «principio dell'investitore in economia di mercato» dipende, in definitiva, dal fatto che lo Stato membro interessato abbia concesso, nella sua qualità di azionista e non nella sua qualità di potere pubblico, un vantaggio economico ad un'impresa a esso appartenente ⁽⁹²⁾. Analogamente, il criterio dell'operatore in economia di mercato non poteva essere applicabile allo Stato nella sua qualità di creditore di Oltchim tramite l'AAAS e altri creditori pubblici, dato che il «criterio dell'investitore privato» non si applica alle misure che lo Stato ha intrapreso nella sua qualità di potere pubblico al momento della firma del memorandum.
- (222) Come spiegato nei considerando 204 e seguenti, 274 e 276, lo Stato ha agito in maniera costante ed evidente nella sua qualità di potere pubblico al fine di salvare Oltchim dal fallimento, anche mediante dichiarazioni pubbliche e attraverso un memorandum concluso con i principali creditori pubblici e privati coinvolti e non come un'azionista che investe in un'impresa o come un creditore. Di conseguenza la Commissione ritiene che il criterio dell'operatore in economia di mercato non sia applicabile nel caso di specie ⁽⁹³⁾.

⁽⁸⁸⁾ Cfr. articoli 19 e 24 dello statuto dell'Ente nazionale per l'acqua.

⁽⁸⁹⁾ Cfr. articolo 16 dello statuto dell'Ente nazionale per l'acqua.

⁽⁹⁰⁾ Sentenza della Corte del 17 settembre 1980, *Philip Morris Holland BV/Commissione*, 730/79, ECLI:EU:C:1980:209.

⁽⁹¹⁾ Cfr. punto A.2.b) e sezione B della risposta della Romania del 16 maggio 2018 alla richiesta di informazioni della Commissione.

⁽⁹²⁾ Cfr. sentenza della Corte del 5 giugno 2012, *Commissione europea/Électricité de France (EDF)*, C-124/10 P, ECLI:EU:C:2012:318, punti 79-82 e 87.

⁽⁹³⁾ Cfr. sentenza del Tribunale del 16 gennaio 2018, *EDF/Commissione*, T-747/15, ECLI:EU:T:2018:6.

- (223) Tuttavia, per ragioni di completezza, la Commissione ha condotto altresì un'analisi del criterio dell'operatore in economia di mercato sotto forma di applicazione del principio del creditore operante in un'economia di mercato per ciascuna delle tre misure in questione, chiedendo alle autorità rumene ulteriori informazioni contemporanee ai fatti in merito ai vari attori coinvolti e alle loro decisioni, raccogliendo autonomamente informazioni da tutte le fonti pubbliche disponibili e realizzando propri scenari di stima basati sulle prove disponibili al momento della valutazione delle misure.

6.1.2.1. Misura 1: AAAS – la mancata riscossione e l'ulteriore accumulo dei debiti a decorrere dal mese di settembre del 2012

- (224) Il trattamento del debito di Oltchim detenuto dall'AAAS era già stato valutato nella decisione della Commissione del 2012 in vista della allora imminente privatizzazione prevista. La Commissione ritiene pertanto opportuno analizzare il comportamento dell'AAAS in seguito a tale decisione dal momento che la privatizzazione è fallita.
- (225) Un creditore privato tenta normalmente di ottenere il massimo pagamento possibile degli importi che un debitore in difficoltà finanziarie gli deve ⁽⁹⁴⁾.
- (226) Contrariamente all'affermazione della Romania secondo la quale, in base alla decisione della Commissione del 2012, l'esecuzione ritardata dei crediti non costituirebbe un aiuto (dato che l'AAAS ha applicato interessi sulla base della comunicazione del tasso di riferimento del 2008 fino all'avvio della procedura di insolvenza di Oltchim), la Commissione osserva che la situazione in essere nel marzo del 2012, quando la Commissione ha emesso la sua decisione, differiva notevolmente da quella del periodo in esame, dato che, in quest'ultimo scenario, non si era più in presenza di un imminente progetto di privatizzazione. A tale riguardo, la Commissione osserva che la conclusione di cui alla decisione della Commissione del 2012 era basata sulla condizione che Oltchim venisse integralmente privatizzata nel breve termine in seguito alla conversione del debito. Tuttavia, lo Stato (tramite il ministero dell'Economia) in qualità di azionista di maggioranza non ha tenuto conto della possibilità che taluni azionisti di minoranza potessero bloccare la prevista conversione del debito in capitale azionario. Tale blocco si è in definitiva verificato e la prevista conversione del debito non ha più avuto luogo. Di conseguenza, al termine della procedura di gara, con un aggiudicatario che non era in grado di soddisfare i propri obblighi in qualità di acquirente, anche la privatizzazione stessa è fallita.
- (227) La Commissione osserva che la situazione finanziaria difficile e in costante peggioramento di Oltchim era nota a tutti i creditori, in particolare all'AAAS. Di conseguenza l'AAAS ha avuto a disposizione il tempo sufficiente per preparare, valutare internamente e attuare provvedimenti per il recupero dei suoi crediti in caso di un'ulteriore privatizzazione fallita nel settembre 2012. Pertanto, il periodo di cinque mesi oggetto dell'indagine, compreso tra il mese di settembre del 2012 e il 31 gennaio 2013, era sufficiente affinché l'AAAS potesse adottare i provvedimenti necessari e tentare il recupero dei crediti (il 99 % dei crediti dell'AAAS non era assistito da garanzie come si desume dalla tabella 1). A tale riguardo la Commissione osserva che imprese quali Electrica hanno adottato tali provvedimenti anche se con esito infruttuoso.
- (228) Innanzitutto le leggi speciali che disciplinano il recupero dei crediti dello Stato ⁽⁹⁵⁾ prevedono diritti speciali per l'AAAS tra i quali l'esecuzione diretta dei suoi crediti senza necessità di disporre della decisione di un organo giurisdizionale. In particolare, l'articolo 50, primo e secondo comma, del decreto urgente del governo n. 51/1998 stabilisce che: «1) [l']AVAB (l'attuale AAAS) può organizzare un proprio corpo di ufficiali giudiziari o può ricorrere ad altri ufficiali giudiziari al fine di far rispettare i mandati di esecuzione», e «2) [l]e procedure di esecuzione per la realizzazione di attivi bancari da parte di AVAB devono essere attuate da un proprio corpo di ufficiali giudiziari o da altri ufficiali giudiziari».
- (229) La Romania non ha fornito alcuna prova, nonostante le ripetute richieste della Commissione, a dimostrazione del fatto che l'AAAS abbia tentato di attuare tutte le azioni che un creditore in un'economia di mercato avrebbe ragionevolmente attivato per recuperare i suoi crediti. Inoltre la Romania sostiene che l'AAAS sarebbe stata impossibilitata a effettuare una richiesta di esecuzione dei suoi crediti nei confronti di Oltchim in ragione della legge in materia di privatizzazione ⁽⁹⁶⁾ la quale prevede che, a partire dalla data dell'istituzione della procedura di amministrazione speciale, i creditori di imposte e contributi previdenziali (ossia i creditori di bilancio) non possano attuare l'esecuzione dei loro crediti né adottare alcuna azione per ottenere tali provvedimenti di esecuzione fintantoché l'impresa non risulta essere pronta per la privatizzazione ⁽⁹⁷⁾. Ciò nonostante, sebbene ciò

⁽⁹⁴⁾ Cfr., in tal senso, sentenza della Corte del 29 aprile 1999, *Spagna/Commissione*, C-342/96, ECLI:EU:C:1999:210, [1999] Racc. I-2459, punto 46 e sentenza della Corte del 29 giugno 1999, *DM Transport*, C-256/97, ECLI:EU:C:1999:332, [1999] Racc. I-3913, punto 24.

⁽⁹⁵⁾ Cfr. decreto n. 29/2002 e decreto urgente del governo n. 54/1998 e decreto urgente del governo n. 51/1998 (che disciplina la realizzazione di attivi dello Stato - versione del 2012).

⁽⁹⁶⁾ Cfr. articolo 16 della legge 137/2002.

⁽⁹⁷⁾ Cfr. articolo 16, quinto comma, lettera c), della legge 137/2002 così come applicabile nel settembre del 2012.

sostenga la presenza di un vantaggio selettivo concesso a Oltchim imputabile allo Stato, la mancata azione da parte dell'AAAS si configura in un contesto nel quale il ministero dell'Economia, per ragioni inspiegabili, ha mantenuto Oltchim sotto il regime speciale per la procedura di privatizzazione anche in seguito alla fallita privatizzazione del settembre del 2012. L'AAAS avrebbe potuto provare a contestare la decisione del ministero di prorogare senza spiegazione tale status speciale.

- (230) In secondo luogo, la Romania non ha fornito alcuno studio, alcuna relazione o alcun documento interno che dimostri che l'AAAS abbia agito come un operatore in economia di mercato nel contesto della sua decisione di astenersi dal recupero dei suoi crediti in seguito alla fallita privatizzazione del settembre del 2012. Secondo lo studio più recente disponibile in quel momento che valutava il recupero dei crediti dell'AAAS (la relazione Raiffeisen 2011), tale agenzia avrebbe ottenuto un tasso di recupero del 12 % in uno scenario di liquidazione ⁽⁹⁸⁾.
- (231) Altri creditori, tra i quali enti pubblici, hanno intrapreso azioni immediate in tale periodo per recuperare gli importi loro spettanti. In particolare, Electrica, che secondo la relazione Raiffeisen 2011 poteva contare sul medesimo tasso di recupero dell'AAAS, ha avviato l'esecuzione dei suoi crediti il 1° novembre 2012 ed è riuscita a ottenere il sequestro dei conti bancari di Oltchim. Inoltre, anche due imprese non statali, Polcheme SA e Bulrom Gas, che rappresentavano l'ottavo e il decimo credito più importante tra i 21 creditori privilegiati nel 2013, hanno avviato azioni per ottenere provvedimenti di esecuzione. L'AAAS era in effetti il creditore più importante di Oltchim e avrebbe potuto sfruttare la sua posizione per ottenere condizioni di negoziazione migliori per il recupero del proprio credito, tuttavia non l'ha fatto. Minacciare Oltchim di procedere a una liquidazione avrebbe potuto fornire all'AAAS condizioni migliori per il recupero del suo credito.
- (232) Nonostante l'affermazione della Romania, l'adesione al memorandum non equivale a compiere i migliori sforzi (né li sostituisce) per essere informati, dato che la cosiddetta *analisi della redditività* menzionata nel memorandum era stata commissionata successivamente e utilizzata da tre creditori finanziari e non dall'AAAS stessa. La Romania non ha fornito alcuna prova documentale di alcuna analisi interna di questo tipo condotta dall'AAAS.
- (233) Di conseguenza, il comportamento complessivo dell'AAAS (nonostante la sua conoscenza storica delle difficoltà strutturali di Oltchim) è stato passivo in relazione ai migliori sforzi per recuperare i propri crediti o quanto meno per ottenere una posizione creditizia migliore ed è parso piuttosto maggiormente diretto a salvare e mantenere in vita Oltchim.
- (234) Di conseguenza la Commissione ritiene che agendo l'AAAS avrebbe avuto maggiori possibilità di recuperare i propri crediti, anche in considerazione del fatto che Oltchim aveva sospeso la produzione e quindi non disponeva di potenziali entrate operative nel futuro immediato.
- (235) In terzo luogo, anziché tentare di ottenere l'esecuzione dei propri crediti, l'AAAS ha avviato, unitamente ai ministri delle Finanze, dell'Economia e dei Trasporti, nonché l'Ufficio per la proprietà statale e la privatizzazione nell'industria, il memorandum (cfr. in estenso considerando 31 e 203 e seguenti) che è stato approvato il 13 novembre 2012 dal primo ministro della Romania e firmato dallo Stato, nonché da sette creditori, di cui cinque pubblici e due privati. Tali creditori pubblici erano l'AAAS, Salrom, CFR Marfă, CEC Bank, Electrica (ancora integralmente di proprietà dello Stato in quel momento), mentre i creditori privati erano Banca commerciale rumena (successivamente ribattezzata «Erste Bank») e Transilvania Bank. Contrariamente a quanto sostenuto dalla Romania, il memorandum non può essere considerato un'operazione a condizioni di parità (*pari passu*) data la significativa prevalenza di creditori pubblici e considerato che anche le autorità statali lo hanno formato ⁽⁹⁹⁾.
- (236) In particolare, su dodici parti firmatarie, dieci appartenevano alla pubblica amministrazione o erano di proprietà pubblica ⁽¹⁰⁰⁾ e soltanto due erano istituti finanziari privati ⁽¹⁰¹⁾. Il memorandum è stato avviato dallo Stato (ministero delle Finanze, ministero dell'Economia, ministero dei Trasporti e delle infrastrutture, l'AAAS e l'OPSPI) e approvato dal primo ministro. Inoltre, la percentuale dei crediti detenuti da creditori privati rappresentava soltanto il 20 % circa dei crediti complessivi dei firmatari del memorandum. La portata dell'intervento pubblico è stata quindi notevole e l'intervento degli operatori privati è stato limitato. Infine, i termini e le condizioni delle operazioni non sono comparabili dato che il 77 % dei crediti dei due creditori privati che hanno firmato il memorandum era assistito da garanzie, contrariamente a soltanto il 14 % dei crediti in media per i creditori pubblici.

⁽⁹⁸⁾ Cfr. relazione Raiffeisen dell'ottobre 2011.

⁽⁹⁹⁾ Cfr. considerando da 86 a 88 della comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (2016/C 262/01) (GU C 262 del 19.7.2016, pag. 1).

⁽¹⁰⁰⁾ Tre ministeri, l'AAAS, l'Ufficio per la partecipazione dello Stato alla privatizzazione dell'industria, Electrica, CFR Marfa, Salrom SA, Oltchim, CEC Bank. Si osservi che la maggioranza delle partecipazioni azionarie di Electrica è di proprietà privata soltanto a decorrere dal mese di luglio del 2014 e che lo Stato possiede il 48,78 % dell'impresa e azioni.

⁽¹⁰¹⁾ Banca Transilvania SA e Banca Comercială Română (successivamente trasformata in «Erste Bank»).

- (237) Il memorandum dimostra che i creditori pubblici hanno concordato in merito a uno scenario di non recupero senza un'adeguata valutazione di altre alternative. In particolare, il punto 2.3. del memorandum afferma che le parti firmatarie concordano in merito a un elenco di misure al fine di «sforzarsi di attuare [una] strategia di rilancio sostenibile a condizione di un risultato positivo della valutazione della redditività». La Romania non ha mai presentato tale valutazione della redditività, ma ha menzionato che detto studio era stato intrapreso dalle banche. Secondo R/BDO, Transilvania Bank, Erste Bank (creditori privati) unitamente a CEC Bank (creditore pubblico) hanno commissionato lo studio ad Alvarez&Marsal che ha presentato una relazione «contenente misure di ristrutturazione e ha confermato come possibile la ristrutturazione delle attività di Oltchim a seguito dell'attuazione delle misure proposte». Secondo la stampa rumena ⁽¹⁰²⁾, le autorità rumene hanno dimostrato che la relazione preparata da Alvarez&Marsal, commissionata dalle banche creditrici per valutare la situazione di Oltchim, confermava «l'ipotesi delle autorità e la necessità di concedere aiuti per il salvataggio nella struttura proposta».
- (238) La Romania ha omesso di documentare tale valutazione intrapresa per o per conto dell'AAAS, nonché il fatto che essa sia stata effettivamente utilizzata dall'AAAS. La Romania non ha inoltre dimostrato che la relazione Alvarez&Marsal sia stata effettivamente utilizzata dall'AAAS e, inoltre, come appare evidente dalle fonti pubbliche citate nel considerando 237, tale relazione confermava soltanto la necessità di concedere aiuti e non forniva necessariamente una conferma della redditività a lungo termine della ristrutturazione.
- (239) A tale riguardo, la Commissione ribadisce, come indicato al considerando 22, che la sua conclusione in merito alla conversione del debito (e quindi alla cancellazione del debito dell'AAAS a favore di Oltchim) seguita da una privatizzazione integrale era risultata non comportare un vantaggio a condizione che «[...] l'impresa venisse completamente privatizzata nel breve termine in seguito alla conversione del debito». Il memorandum conferma la volontà dell'AAAS di prolungare lo stato di non recupero dei crediti e l'accumulo di ulteriori debiti.
- (240) La Romania sostiene inoltre che l'AAAS aveva analizzato la possibilità di chiedere un sequestro dei conti di Oltchim, ma che non era stata in grado di farlo in quanto i conti di Oltchim erano già stati oggetto di sequestro da parte di altri creditori. Tuttavia, la Romania non ha fornito alcuna prova a sostegno di tale dichiarazione. In ogni caso l'AAAS non si è comportata come un creditore privato prudente, poiché non ha intrapreso alcuna azione per proteggere i propri crediti. Se l'AAAS fosse intervenuta prima nella procedura, non si sarebbe privata della possibilità di sequestrare per prima (ossia prima di altri creditori, come ha proceduto a fare Electrica nel novembre del 2012) i conti di Oltchim o di ottenere pegni sui beni immobili (come ha proceduto a fare Salrom).
- (241) La Romania sostiene che, qualora l'AAAS avesse chiesto l'esecuzione del suo credito Oltchim sarebbe stata costretta ad avviare una procedura di insolvenza. La Commissione ritiene che la stessa minaccia di avvio di una procedura di insolvenza avrebbe potuto conferire all'AAAS un'influenza maggiore su Oltchim nel recuperare i suoi crediti. Anche in uno scenario di insolvenza innescato dall'AAAS, quest'ultima avrebbe acquisito il potere effettivo di proporre una ristrutturazione di Oltchim in grado di massimizzare il recupero dei suoi crediti, in particolare mediante una vendita per lotti (cfr. considerando 265). Sfruttare tale possibilità avrebbe modificato notevolmente la posizione dell'AAAS.
- (242) Al momento del voto dell'assemblea dei creditori nel marzo 2015, la scelta dell'AAAS era limitata alla liquidazione o al piano di ristrutturazione, un risultato della precedente mancata azione dell'AAAS. Di conseguenza, se l'AAAS si fosse comportata come un creditore prudente, avrebbe approfittato delle disposizioni previste dalla legge in materia di insolvenza che consentono a qualsiasi creditore che rappresenti più del 20 % dei crediti di proporre un piano di ristrutturazione ⁽¹⁰³⁾. Procedendo in tal senso l'AAAS avrebbe intrapreso un'azione che le avrebbe permesso di scegliere un altro tipo di piano di ristrutturazione (vendita tramite lotti di attivi), uno scenario di massimizzazione delle entrate (come spiegato ulteriormente al considerando 265) che avrebbe dovuto aver luogo già a partire dal settembre del 2012, subito dopo la fallita privatizzazione.
- (243) Sulla base delle considerazioni di cui sopra, la Commissione ritiene che la misura 1 conferisca a Oltchim un vantaggio selettivo in ragione della mancata riscossione e del corrispondente aumento dei crediti nei confronti di Oltchim nel periodo dal settembre del 2012 al gennaio del 2013 pari a 152 milioni di RON ⁽¹⁰⁴⁾ (33 milioni di EUR), laddove il valore temporale associato al differimento della richiesta di esecuzione dei crediti dell'AAAS implica una maggiore esposizione nei confronti di Oltchim.

⁽¹⁰²⁾ Cfr. articolo di Criterii Nazionale del 23 dicembre 2013 con il titolo «Combinatul Oltchim în agonie. Pagini pentru o istorie neagră» disponibile all'indirizzo: <http://www.criterii.ro/index.php/en/valcea/8291-combinatul-oltchim-in-agonie-pagini-pentru-o-istorie-neagra>.

⁽¹⁰³⁾ Articolo 33, quarto comma, della legge in materia di insolvenza.

⁽¹⁰⁴⁾ Differenza tra il credito dell'AAAS alla fine del periodo dell'inchiesta per la misura 1 (1 201 milioni di RON) e all'inizio di tale periodo (1 049 milioni di RON).

6.1.2.2. Misura 2: CET Govora e Salrom - sostegno alle operazioni di Oltchim sotto forma di forniture continuative non pagate a decorrere dal mese di settembre del 2012

- (244) Come spiegato in precedenza (cfr. considerando 29) Oltchim ha potuto riavviare la produzione nel 2012 grazie alla decisione di CET Govora e Salrom di continuare ad approvvigionare Oltchim nonostante il mancato pagamento dei debiti restanti.
- (245) La Commissione ha espresso dubbi sul fatto che un operatore in economia di mercato avrebbe preso le medesime decisioni di queste due imprese di proprietà pubblica in considerazione delle difficoltà economiche di Oltchim.
- (246) Durante la fase di indagine, la Romania ha fornito validi argomenti riguardanti l'interdipendenza tecnologica esistente tra Salrom e CET Govora da un lato, e Oltchim, dall'altro. Tali argomenti sono stati sostenuti anche da terzi quali i curatori fallimentari di Oltchim e di CET Govora e possono essere riepilogate come segue.
- a) La piattaforma industriale di Vâlcea ospita 4 operatori di grandi dimensioni: Oltchim, CET Govora, Uzinele Sodice Govora e Salrom. La loro attività è tecnologicamente interdipendente, ciascuno di essi è infatti allo stesso tempo fornitore e cliente degli altri.
 - b) Salrom fornisce soluzione salina e gesso a Oltchim la quale a sua volta fornisce a Salrom l'acqua industriale necessaria per la dissoluzione del sale nelle vasche. Un altro cliente per la soluzione salina di Salrom è Uzinele Sodice Govora. Le consegne di sale e acqua industriale tra Salrom e Oltchim sono ottenute attraverso tubazioni che collegano i due fornitori/consumatori.
 - c) CET Govora fornisce energia elettrica e vapore a Oltchim e riceve da quest'ultima l'acqua grezza necessaria nel processo di produzione. Uzinele Sodice Govora è anch'essa cliente di CET Govora per l'energia elettrica e il vapore; inoltre il vapore viene fornito anche al comune di Râmnicu Vâlcea per le necessità di riscaldamento della città. Uzinele Sodice Govora e Oltchim sono clienti vincolati in relazione al vapore fornito da CET Govora e al sale fornito da Salrom. Al contrario, CET Govora faceva affidamento sulla fornitura di acqua industriale da parte di Oltchim per operare ⁽¹⁰⁵⁾.
- (247) Per quanto concerne Salrom, la Romania afferma che tale impresa si trovava nella posizione di scegliere tra mantenere operativa la propria attività o cessarla a causa della indisponibilità delle forniture provenienti da Oltchim. La scomparsa di Oltchim avrebbe comportato altresì la scomparsa dell'altro cliente di Salrom, Uzinele Sodice Govora, con conseguenze negative per CET Govora.
- (248) Riguardo al CET Govora, la Romania afferma che non vi era alcuna soluzione pratica per sostituire gli acquisti di vapore industriale effettuati da Oltchim presso tale impresa. Se CET Govora avesse smesso di erogare vapore ai due clienti vincolati (considerando che il vapore è un sottoprodotto della produzione di energia elettrica), l'unica opzione sarebbe stata la perdita completa di tale risorsa mediante il suo rilascio nell'atmosfera. Di conseguenza la Romania sostiene che, da un punto di vista economico, l'opzione che qualsiasi operatore nella situazione di CET Govora avrebbe dovuto scegliere consisteva nel convertire il vapore in debito anziché rilasciarlo nell'atmosfera, poiché in quest'ultimo caso si sarebbe completamente privato del suo valore.
- (249) A parte l'interdipendenza tecnologica, la Romania ha sostenuto altresì che le decisioni prese da CET Govora e Salrom di continuare ad approvvigionare Oltchim erano giustificate e conformi al principio dell'operatore in economia di mercato, nella misura in cui entrambe le imprese avevano sottoposto a garanzia il nuovo debito creato (ossia dopo il settembre del 2012).
- (250) Inoltre, la Romania sottintende che le decisioni di CET Govora e Salrom di consegnare le materie prime necessarie per il riavvio dell'attività di Oltchim siano simili a quelle adottate da società private quali Bulrom Gas Impex, SC Arelco Power, Ciech Chemical Group, Tricon, Alum, MFC Commodities, Chemimplex. Tale decisione si sarebbe fondata sulla probabilità di recuperare un importo superiore del credito nel caso in cui l'attività fosse stata riavviata, fosse diventata redditizia e la vendita successiva avesse avuto successo.

⁽¹⁰⁵⁾ Sembra credibile che CET Govora non sarebbe stata in grado di sostenere i costi per diversificare la sua fornitura di acqua industriale e che tali lavori non sarebbero stati possibili in tempi ragionevoli.

- (251) In linea di principio, per quanto riguarda l'interdipendenza tecnologica esistente tra Salrom e CET Govora da una parte, e Oltchim dall'altra, la Commissione non contesta la validità degli argomenti presentati dalle autorità rumene.
- (252) Tuttavia, la Commissione non può accettare la posizione della Romania in merito alla conformità del comportamento di Govora con il principio dell'operatore in economia di mercato. Tale aspetto è ulteriormente spiegato in appresso.
- (253) Come si può desumere dalla tabella 7, tra il mese di ottobre del 2012 e il mese di gennaio del 2013, i crediti vantati da Salrom nei confronti di Oltchim sono aumentati di 15 milioni di RON (circa 3 milioni di EUR). Allo stesso tempo, come si può osservare anche nella tabella 8, i crediti vantati da CET Govora nei confronti di Oltchim sono anch'essi aumentati di 52 milioni di RON (circa 12 milioni di EUR), di cui 27 milioni di RON (circa 6 milioni di EUR) di penali per ritardato pagamento.
- (254) Secondo le informazioni più recenti fornite dalla Romania, durante il periodo compreso tra il mese di settembre del 2012 e il mese di gennaio del 2013, CET Govora ha fornito gas e vapore ad Oltchim per circa 50 milioni di RON, mentre i pagamenti ricevuti da quest'ultima nello stesso periodo ammontavano soltanto a circa 8 milioni di RON ⁽¹⁰⁶⁾. Sebbene da un lato la Romania sostenga che le penali di 27 milioni di RON corrisponderebbero a un debito più elevato, accumulato in particolare in un periodo più lungo a partire dal mese di febbraio 2008 e conclusosi nel dicembre del 2012, dall'altro lato, la Romania non ha fornito dati attendibili in merito alle penali precise corrispondenti al debito accumulato durante il periodo oggetto di valutazione che inizia da settembre del 2012 e si conclude a gennaio del 2013 ⁽¹⁰⁷⁾.

Tabella 7

Evoluzione del debito di Oltchim nei confronti di Salrom

Descrizione	Debito totale in	Di cui:	
	RON	Forniture di prodotti	Penali
I. Debito al 24 ottobre 2012	15 729 325,14	15 383 302,06	346 050,08
II. Debito al 30 gennaio 2013	30 860 560,64	17 262 141,93	13 598 418,71
III. Differenza (II-I)	15 131 235,55	1 878 839,87	13 252 368,63

Fonte: osservazioni di R/BDO in merito alla decisione di avvio, pagina 34.

Tabella 8

Evoluzione del debito di Oltchim nei confronti di CET Govora

Descrizione	Debito totale in	Di cui:		
	RON	Energia elettrica	Vapore	Penali
I. Debito al 24 ottobre 2012	84 543 999,44	1 181 003,76	83 362 995,68	
II. Debito al 30 gennaio 2013	136 899 918,98	22 530 599,80	86 958 973,79	27 410 345,39
III. Differenza accumulata nel periodo (II-I)	52 355 919,54	21 349 596,04	3 595 978,11	27 410 345,39

Fonte: osservazioni di R/BDO in merito alla decisione di avvio, pagina 33.

⁽¹⁰⁶⁾ Risposta della Romania del 16 maggio 2018, punti R15 e seguenti.

⁽¹⁰⁷⁾ Risposta della Romania del 16 maggio 2018, punti R14 e seguenti.

- (255) In ogni caso, sulla base delle informazioni raccolte, la Commissione ritiene che Salrom e CET Govora abbiano adottato un approccio fondamentalmente diverso nei confronti di Oltchim.
- (256) Per quanto concerne Salrom, la Commissione osserva che l'impresa ha deciso di continuare a rifornire Oltchim (per il riavvio dell'attività di quest'ultima nell'ottobre 2012) soltanto dopo aver ottenuto la garanzia del pagamento anticipato delle sue forniture. Inoltre, in cambio della ripresa della fornitura di soluzione salina, nonché della rateizzazione del pagamento dei debiti, Salrom ha imposto la condizione vedersi riconoscere un pegno immobiliare, che è stato infatti approvato dal consiglio di amministrazione e successivamente anche dall'assemblea generale straordinaria degli azionisti del 6 novembre 2012.
- (257) Per quanto concerne CET Govora, la Commissione osserva che, contrariamente alla situazione di Salrom, tale impresa non ha imposto una condizione analoga di pagamento anticipato per la ripresa delle forniture, né ha imposto una condizione analoga in termini di un pegno immobiliare per i debiti pregressi di Oltchim nei suoi confronti.
- (258) Secondo la relazione di Euroinsol (ossia il curatore fallimentare di CET Govora), la dirigenza di CET Govora ha approvato la continuazione di rapporti commerciali con clienti quali Oltchim concedendo sconti o la possibilità di effettuare pagamenti rateali: di conseguenza, i crediti di CET Govora pari a 136 milioni di RON all'apertura della procedura di insolvenza di Oltchim sono ulteriormente aumentati di 44 milioni di RON registrati come crediti durante tale procedura di insolvenza (tra il 1° gennaio 2013 e il 30 giugno 2016).
- (259) Inoltre, la relazione del curatore di CET Govora dimostra che tra il 1° gennaio 2008 e il 30 giugno 2016 l'impresa aveva continuato ad erogare energia elettrica e vapore industriale a Oltchim a prezzi inferiori ai costi di produzione (sostenendo in tale periodo una perdita pari a 103,3 milioni di RON, equivalente a 23,9 milioni di EUR). Di fatto, la relazione conclude che tali contratti di fornitura con Oltchim rappresentano uno dei principali motivi dell'insolvenza stessa di CET Govora. La perdita complessiva dovuta alla vendita sotto costo di forniture essenziali a Oltchim ammontava a 91 milioni di EUR dato che Oltchim copriva soltanto il 60 % del loro prezzo di costo.
- (260) Inoltre, la prosecuzione della fornitura da parte di CET Govora ad Oltchim senza alcun tentativo di negoziazione e senza l'adozione di provvedimenti a tutela dei suoi crediti nei confronti di Oltchim ⁽¹⁰⁸⁾ è stata decisa dal consiglio del distretto di Vâlcea ⁽¹⁰⁹⁾, sulla base di considerazioni di politica pubblica che un operatore in economia di mercato non avrebbe seguito ⁽¹¹⁰⁾. In ogni caso, a seguito di tali decisioni del consiglio del distretto, CET Govora ha dovuto avviare una procedura di insolvenza, come descritto dal curatore fallimentare dell'impresa stessa. Tale circostanza dimostra la non conformità di tali decisioni rispetto al principio dell'operatore in economia di mercato.
- (261) Come menzionato da PCC nel considerando 133, il curatore di CET Govora osserva altresì che *«la decisione presa da CET Govora di fornire energia elettrica non si fondava su una logica economica ed era motivata da ragioni politiche e costituisce un esempio eccellente dell'interferenza politica nella gestione del debitore»*. Il medesimo curatore ha altresì dichiarato ⁽¹¹¹⁾ che *«Per oltre dieci anni Oltchim ha vissuto sulle spalle di CET Govora. Una pulce non può nutrire un elefante. È sufficiente che essa abbia perso 136 milioni [di RON] attraverso il piano di ristrutturazione. Ciò comporta la perdita di circa 35 milioni di EUR che avremmo potuto utilizzare per ammodernare macchine, impianti e apparecchiature che presentavano una durata di vita di oltre 30 anni ed avevano già superato il loro ciclo ottimale di rendimento»*.

⁽¹⁰⁸⁾ Il curatore di CET Govora ha altresì sottolineato che «CET Govora è stata l'unica impresa a continuare a fornire energia elettrica e vapore di processo a Oltchim, assumendosi così non soltanto il rischio di inadempienza, ma anche il pericolo maggiore di fallire essa stessa [...]». La dirigenza [di CET Govora] non ha intrapreso alcuna ferma azione per ottenere il recupero dei crediti o l'adozione di misure preventive ad esempio [...] avvertendo i debitori inadempienti in merito al rischio di razionamento o persino di una sospensione completa delle forniture di vapore ed energia elettrica [...] oppure qualsiasi azione in extremis appropriata in caso di indizi della potenziale perdita di tali crediti: rinegoziazione dei termini e dei prezzi di consegna e assoggettamento della consegna alla condizione del pagamento del debito in essere».

⁽¹⁰⁹⁾ Decisione n. 27 del 31 agosto 2012, decisione n. 58 del 31 ottobre 2012, decisione n. 61 del 16 novembre 2012, decisione n. 86 del 28 dicembre 2012.

⁽¹¹⁰⁾ Ad esempio, le note esplicative n. 15976 del 24.12.2012, che spiegano le ragioni alla base della decisione del consiglio del distretto di Vâlcea n. 86 del 28 dicembre 2012, palesano in maniera evidente lo scopo effettivo degli sforzi del consiglio del distretto di Vâlcea, ossia il salvataggio dell'economia del distretto e, in ultima analisi, della regione, approvando la prosecuzione delle forniture di energia elettrica e vapore da CET Govora verso gli impianti presenti nella piattaforma chimica, sebbene questi ultimi non pagassero i loro debiti nei confronti di CET Govora (nonostante l'impegno a farlo nel momento in cui Oltchim ha ripreso la sua attività). Le medesime note esplicative motivano la cessione a Complexul Energetic Oltenia dei crediti vantati da CET Govora nei confronti di Oltchim con l'intento di salvaguardare posti di lavoro, garantire il normale funzionamento di Oltchim e di altri operatori economici coinvolti, nonché con l'obiettivo di garantire la fornitura di energia termica alla popolazione. Tutte queste ragioni rappresentano motivazioni che un operatore in economia di mercato non prenderebbe in considerazione nell'adottare una decisione in merito a un'operazione, <http://www.cjvalcea.ro/images/sedinte/2012/12-28/ordinea/pct1.pdf>.

⁽¹¹¹⁾ Cfr. articolo di stampa disponibile all'indirizzo: <http://ziaruldevalcea.ro/2016/07/01/remus-borza-invingator-in-negocierea-cu-oltchimul-a-obtinut-tarife-crescute-la-energie-electrica-si-abur/>.

(262) Inoltre, il curatore di CET Govora ha altresì sottolineato che «CET Govora ha sempre sostenuto il processo produttivo di Oltchim SA fornendo materie prime essenziali (vapore di processo ed energia elettrica) a prezzi decisamente inferiori al prezzo di costo [...]. CET Govora è stata l'unica impresa a continuare a fornire energia elettrica e vapore di processo a Oltchim, assumendosi così non soltanto il rischio di inadempienza, ma anche il pericolo maggiore di fallire essa stessa [...]. La dirigenza [di CET Govora] non ha intrapreso alcuna ferma azione per ottenere il recupero dei crediti o l'adozione di misure preventive ad esempio[...] avvertendo i debitori inadempienti in merito al rischio di razionamento o persino di una sospensione completa delle forniture di vapore ed energia elettrica [...] oppure qualsiasi azione in extremis appropriata in caso di indizi della potenziale perdita di tali crediti: rinegoziazione dei termini e dei prezzi di consegna e assoggettamento della consegna alla condizione del pagamento del debito in essere. Inoltre, abbiamo riscontrato anche una situazione particolare nel contesto della quale il credito di Alpha Bank nei confronti di Oltchim pari a 2,5 milioni di RON è stato assunto al valore nominale, sebbene il piano di ristrutturazione prevedesse il pagamento soltanto del 70 % di tale importo. [...] Di conseguenza, l'insolvenza di Oltchim è un'altra causa dell'insolvenza [di] CET Govora[...]. Considerando le possibilità esigue e praticamente inesistenti di privatizzare Oltchim al prezzo di vendita di 306 milioni di EUR stabilito nel contesto del piano di ristrutturazione, [il] 30 % del credito iscritto da CET Govora nel bilancio di Oltchim costituiva anch'esso una perdita per l'impresa». A parte tale aspetto, come evidenziato nella stampa rumena all'epoca ⁽¹¹²⁾ varie dichiarazioni suggerivano che la vera motivazione alla base della ripresa delle consegne a favore di Oltchim fosse quella di evitare il licenziamento di circa 2 300 dipendenti e la catastrofe sociale per la regione che tale circostanza avrebbe scatenato. Nessuno di questi risulta essere un motivo conferme al principio dell'operatore in economia di mercato, in normali condizioni di mercato.

(263) Di conseguenza, la Commissione ritiene che la misura 2 conferisca a Oltchim un vantaggio selettivo in relazione a CET Govora, ma non in relazione a Salrom. **Il vantaggio recuperabile che CET Govora ha concesso a Oltchim** attraverso un'insufficiente tutela dei suoi crediti (ossia non ponendo la condizione del rimborso dei debiti pregressi o non chiedendo la costituzione di pegni su beni immobili per i debiti pregressi come fatto da Salrom e non imponendo pagamenti anticipati per la ripresa delle consegne) è rappresentato dall'importo delle penali che rappresentano il valore temporale del mancato recupero da parte di CET Govora dei suoi crediti nei confronti di Oltchim, nel momento in cui ha deciso di continuare a rifornire Oltchim, per il periodo dal mese di settembre del 2012 al mese di gennaio del 2013. Come già spiegato ai considerando 253 e 254, stando alle informazioni fornite da R/BDO, tali penali ammontavano a circa 27 milioni di RON (circa 6 milioni di EUR). Tuttavia, i dati presentati successivamente dalla Romania non sono risultati essere conclusivi in merito all'importo esatto corrispondente al periodo valutato.

6.1.2.3. Misura 3: AAAS e imprese statali (in particolare Electrica, Salrom, CET Govora, Ente nazionale per l'acqua) – la cancellazione del debito per il 2015 nell'ambito del piano di ristrutturazione

A) **Il raffronto effettuato dall'AAAS e dalle imprese statali tra il piano di ristrutturazione e lo scenario della liquidazione era viziato e basato su considerazioni errate che un operatore in economia di mercato non avrebbe formulato**

(264) Come spiegato ai considerando da 51 a 73, il piano elaborato dai curatori designati dall'organo giurisdizionale (discusso il 9 marzo 2015 e approvato dai creditori di Oltchim) ha comportato rinunce al credito totali o significative da parte dei creditori di Oltchim dato che il prezzo di vendita previsto di Oltchim SPV non era sufficiente a coprire l'intero debito di Oltchim SA.

(265) **Innanzitutto, favorendo di fatto ⁽¹¹³⁾ una vendita in blocco e limitando il raffronto tra tale scenario e una liquidazione integrale di Oltchim, l'AAAS non ha agito in qualità di operatore in economia di mercato.** Ai sensi del diritto rumeno ⁽¹¹⁴⁾, l'AAAS disponeva di mezzi giuridici per proporre un proprio piano di ristrutturazione dato che deteneva (individualmente e unitamente ad altre imprese statali) più del 20 % dei crediti di Oltchim. Un operatore in economia di mercato avrebbe fatto ricorso a tali mezzi per massimizzare il recupero dei suoi crediti. In tale situazione, un operatore in economia di mercato avrebbe valutato e perseguito l'alternativa di un processo di vendita attraverso lotti di attivi funzionali. Tale terza opzione offriva maggiori possibilità di successo rispetto al piano, in particolare in considerazione dei sei tentativi falliti nel 2001, 2003, 2006, 2007, 2008 e 2012 di privatizzare Oltchim in maniera analoga al tentativo di approccio come *blocco unico* previsto nel piano di ristrutturazione attraverso la vendita di Oltchim SPV: il piano di ristrutturazione proposto implicava il trasferimento di attivi, dipendenti e contratti alla società veicolo ed aveva quindi natura analoga a quella dei tentativi precedenti.

⁽¹¹²⁾ Cfr. allegato 18 e allegato 19 delle osservazioni presentate da PCC del 2 settembre 2016.

⁽¹¹³⁾ Come da nota a piè di pagina 35, Oltchim SPV avrebbe potuto essere costituita da attivi della piattaforma di Vâlcea e/o del sito di Bradu. In considerazione dell'attività storicamente in perdita da lungo tempo che caratterizza Bradu, nessun acquirente l'avrebbe in ogni caso acquistata separatamente (fatta eccezione nel contesto di una procedura di liquidazione). Inoltre, non vi era alcun piano per dividere i due siti in lotti diversi. Di conseguenza, un tale scenario per la società veicolo avrebbe probabilmente avuto come risultato una vendita di fatto in blocco, ammesso che avesse potuto avere esito positivo.

⁽¹¹⁴⁾ Articolo 33, quarto comma e articolo 94, primo comma, lettera c), della legge in materia di insolvenza.

- (266) Tale alternativa avrebbe aumentato il recupero previsto per i creditori consentendo più combinazioni di offerta, senza scartare un singolo acquirente e senza precludere la possibilità che parte di Oltchim fosse venduta contemporaneamente pezzo per pezzo nel contesto di tale processo, in base all'interesse espresso dagli offerenti in una fase iniziale della procedura in relazione ai lotti proposti per la vendita. Di conseguenza, il prezzo previsto risultante da un processo di vendita aperto e trasparente attraverso lotti di attivi avrebbe soltanto potuto essere superiore rispetto, da un lato, alle entrate altamente incerte derivanti dalla privatizzazione in blocco prevista nel piano di ristrutturazione e, dall'altro, alle entrate generate dalla liquidazione.
- (267) In secondo luogo, pur concentrandosi sul raffronto erroneamente limitato effettuato da R/BDO tra lo scenario della liquidazione e il piano di ristrutturazione proposto (escludendo un processo di vendita aperto e trasparente attraverso lotti di attivi), sul quale i creditori pubblici si sono basati, tale raffronto è risultato altresì essere viziato in considerazione del fatto che:
- a) le entrate del piano di ristrutturazione sono state sovrastimate dai creditori che hanno approvato tale piano e l'esito della procedura di liquidazione era inoltre decisamente più certo rispetto all'esito previsto per il piano; e
 - b) al contrario, le entrate della liquidazione sono state valutate in maniera erranea.
- (268) Per quanto concerne i meriti del piano di ristrutturazione, essi sono stati sovrastimati dai creditori che hanno approvato tale piano, in ragione di quanto segue:
- a) una vendita riuscita, così come previsto nel piano, era improbabile considerando i numerosi precedenti tentativi falliti di privatizzazione di Oltchim. Quando il piano è stato proposto e concordato, non vi erano investitori e non era possibile ottenere informazioni attendibili sul prezzo, nonostante diverse estensioni della scadenza per la presentazione delle offerte dal 31 gennaio 2014 al 12 dicembre 2014;
 - b) la Romania contesta il punto di vista di PCC secondo il quale la situazione finanziaria di Oltchim si sarebbe attestata a «livelli inferiori a quelli accettabili [...] continuando a generare perdite» e sottolinea che Oltchim si è classificata al 63° posto su 100 nella classifica delle imprese più redditizie dell'Europa sud-orientale (considerando 156). Da un lato, tale risultato costituisce un'osservazione ex post non disponibile al momento del voto ed è in quanto tale non conclusiva per la valutazione della presente misura ⁽¹¹⁵⁾ e, dall'altro, tale risultato è stato un effetto una tantum meramente eccezionale derivante dalle significative cancellazioni dei debiti, come spiegato in quella stessa relazione «nell'analizzare le tendenze dei rendimenti aziendali, escludiamo Oltchim, che si colloca in cima alla classifica in termini di redditività e crescita dei ricavi grazie a una controversa cancellazione del debito nei confronti dello Stato da mezzo miliardo di EUR, che è oggetto di analisi da parte della Commissione europea per possibili aiuti di Stato illegali. Tale operazione, destinata a rendere l'impianto attraente per gli investitori privati, ha trasformato i debiti dell'impresa in entrate aiutando l'impresa a registrare un profitto di 507 milioni di EUR per il 2015, una redditività del 73 % sulle vendite e un aumento di quasi cinque volte delle entrate pari a 697 milioni di EUR»;
 - c) anche le osservazioni presentate da un interessato anonimo (cfr. 3.2.3) sostengono la mancanza di interesse da parte di investitori potenziali nei confronti di un'impresa come Oltchim caratterizzata da significative difficoltà operative che determinano un livello di redditività troppo basso per rendere l'attività dell'impresa redditizia nel lungo termine;
 - d) inoltre, i creditori statali avrebbero dovuto prendere in considerazione: i) la durata estremamente lunga della fase di ristrutturazione (quasi 6 anni dall'avvio dell'insolvenza) che avrebbe determinato molto probabilmente una diminuzione del prezzo per Oltchim; e ii) la contrazione da parte di Oltchim di nuovi debiti in tale periodo che beneficiavano di uno status privilegiato rispetto ai debiti contratti prima dell'insolvenza, circostanza questa che riduceva quindi notevolmente il recupero atteso nel contesto del piano: tale rischio di deviazione in termini di ammontare del debito corrente sarebbe stato molto più limitato nel caso di una liquidazione, la cui durata era ridotta. Considerando gli scarsi risultati finanziari di Oltchim, tale rischio era effettivo nonostante l'affermazione della Romania secondo la quale Oltchim aveva generato un EBITDA positivo (cfr. considerando 165);
 - e) R/BDO hanno chiarito il fatto che il prezzo di 306 milioni di EUR per le azioni di Oltchim SPV menzionato nella relazione Winterhill 2013 era errato ed hanno specificato che era stato tuttavia corretto a 294 milioni di EUR in vista della riunione dell'assemblea dei creditori tenutasi il 4 dicembre 2014. In ogni caso tale stima risultava essere decisamente superiore al valore dei mezzi propri di cui alla relazione Raiffeisen 2011 (compreso tra 28 milioni di EUR e 97 milioni di EUR), dato che nel frattempo Oltchim aveva sospeso la sua produzione, una posizione sostenuta dal socio di minoranza di Oltchim, PCC, anch'esso attivo nel settore chimico;

⁽¹¹⁵⁾ Come da sentenza della Corte del 5 giugno 2012, *Commissione/EDF*, C-124/10 P, ECLI:EU:C:2012:318, punto 85: «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».

- f) come spiegato al considerando 141, l'azionista di minoranza di Oltchim, PCC, ha commissionato una relazione sulla situazione finanziaria di Oltchim a [...]. Tale relazione, datata agosto 2016, si basava su uno studio condotto da un valutatore indipendente certificato che stimava il valore degli attivi materiali di Oltchim sulla base di un'analisi degli scenari A e B della relazione sul piano di ristrutturazione preparata da R/BDO. Tale studio ha utilizzato la metodologia del flusso di cassa attualizzato per calcolare una valutazione degli attivi di Oltchim nel contesto del piano di ristrutturazione. La Romania ha contestato tale approccio sostenendo nel considerando 157 che tale metodologia può essere utilizzata soltanto per la valutazione di imprese. Le autorità rumene hanno sostenuto la loro affermazione facendo riferimento a materiali prodotti dalle università di Harvard e Stern. Tuttavia, sebbene trasmettano in effetti l'idea che la metodologia del flusso di cassa attualizzato sia uno strumento utile per valutare un'impresa, tali materiali non menzionano il fatto che non sia altresì possibile stimare il valore equo (*fair value*) di attivi ricorrendo a tale metodologia. Inoltre, i materiali di riferimento dell'università di Stern ai quali la Romania fa riferimento, individuano in effetti la metodologia del flusso di cassa attualizzato come una delle metodologie appropriate per stimare il valore equo degli attivi ⁽¹¹⁶⁾. Di conseguenza tale studio effettuato sulla base di dati disponibili alla fine del voto utilizza una metodologia valida che dimostra che, considerando le carenze di cui sopra riscontrate nella valutazione di 306 milioni di EUR effettuata da parte di R/BDO, un operatore in economia di mercato che agiva in maniera prudente e ragionevole avrebbe potuto controstimare il valore degli attivi non correnti materiali di Oltchim come oscillante tra 14 milioni di EUR e 128 milioni di EUR in caso di realizzazione del piano di ristrutturazione. Tali attivi rappresentavano secondo [la relazione ...] circa l'85 % degli attivi di Oltchim; un operatore in economia di mercato avrebbe pertanto concluso (dopo aver preso in considerazione il fatto che un acquirente avrebbe detratto preventivamente dal suo prezzo di acquisto i passivi associati alla società veicolo, quali i passivi relativi ai dipendenti di Oltchim SPV) che le entrate disponibili per i creditori, pari al prezzo che un potenziale acquirente sarebbe stato in grado di pagare per Oltchim SPV al netto dei costi procedurali sarebbero state in media inferiori rispetto al risultato dell'esito più pessimistico conseguibile nella procedura di liquidazione stimato da Winterhill, corrispondente a una vendita *ex situ* del valore di 141 milioni di EUR. Dato che il valore economico degli oneri ambientali è simile in entrambi gli scenari (cfr. considerando 269) e i debiti correnti di Oltchim SA potrebbero essere più elevati nel piano di ristrutturazione rispetto al caso della liquidazione in considerazione della sua durata più lunga ⁽¹¹⁷⁾, un creditore operante in un'economia di mercato avrebbe concluso che lo scenario della liquidazione avrebbe massimizzato il suo recupero;
- g) tale posizione non può essere confutata dai dati menzionati dalla Romania per la vendita relativa all'importo offerto da Chimcomplex nel contesto dell'attuale processo di vendita lanciato ad agosto del 2016 per la vendita di circa il 57 % degli attivi di Oltchim SA per i seguenti motivi: i) tale valore corrisponde ad un processo di vendita diverso rispetto alla vendita di Oltchim SPV (comprensiva di passivi nei confronti dei dipendenti ad esempio); ii) tale valore corrisponde ad un'osservazione *ex post* che non poteva essere presa in considerazione all'epoca dai creditori al momento del voto in merito al piano all'inizio del 2015; iii) tale valore è incentrato sul 57 % degli attivi di Oltchim: non tiene conto del fatto che altri attivi, principalmente relativi a Bradu (che nel piano di ristrutturazione presentato da R/BDO erano previsti essere anch'essi inclusi nella società veicolo), potrebbero essere considerati avere un valore negativo (anziché un valore positivo aggiuntivo come sostenuto dalla Romania nelle osservazioni presentate dalla stessa datate 16 maggio 2018), avendo continuato a registrare perdite per anni a causa della loro assenza di funzionamento; Bradu (precedentemente nota come Arpechim) era in perdita anche prima di essere acquisita nel 2009 da Oltchim per un prezzo simbolico ⁽¹¹⁸⁾;
- h) lo stesso dicasi anche per le osservazioni *ex post* presentate dalla Romania in merito alla generazione di un EBITDA positivo che consentirebbe a Oltchim di ridurre i suoi debiti correnti in seguito all'insolvenza. La Commissione osserva che la Romania non ha fatto riferimento ad altri valori *ex post* che compromettono le entrate relative alla vendita in blocco di Oltchim, come il basso valore di un'offerta spontanea presentata da

⁽¹¹⁶⁾ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/fairvalue.pdf>, pagina 3 - «[Primo punto] Approcci alla stima del valore equo - La valutazione del flusso di cassa attualizzato si riferisce al valore di un attivo rapportato al valore presente di flussi di cassa futuri attesi per tale attivo».

⁽¹¹⁷⁾ La relazione del piano di ristrutturazione elaborata da R/BDO menzionava un debito corrente di 50,3 milioni di EUR al 30 novembre 2014, con una deviazione di fino a 58 milioni di EUR nello scenario A del piano e di fino a 65 milioni di EUR nello scenario B (pagine 86 e 90), entro il periodo triennale durante il quale R/BDO prevedevano avesse luogo la vendita, fatte salve ulteriori deviazioni nel caso di un processo di vendita più lungo che era molto probabile si verificasse in considerazione dei numerosi pregressi tentativi falliti di privatizzazione in blocco.

⁽¹¹⁸⁾ Fonte: osservazioni di R/BDO in merito alla decisione di avvio, punti 11, 16 e 18. Secondo R/BDO, «[p]er quanto concerne il valore della piattaforma di Arpechim, nel dicembre 2009, il venditore privato, OMV Petrom, ha ritenuto che il prezzo di 1 EUR richiesto all'acquirente Oltchim SA fosse sufficiente a soddisfare i suoi interessi. Nel contesto di tale operazione, ai sensi dell'accordo di compravendita immobiliare e di acquisto autenticato il 29 gennaio 2010, Oltchim SA ha pagato 1 RON per il terreno e 0,50 RON per gli edifici». Inoltre, sempre secondo R/BDO «[i]l risultato del riesame di tali documenti rivela che SC OMV Petrom SA era certa che il valore della piattaforma di Arpechim, rettificato in maniera da tenere conto dei costi associati legati a tali attivi (oneri ambientali), era pari a zero per i creditori e probabilmente negativo per il proprietario».

Chimcomplex di [oltre 100 milioni di EUR] limitata al sito di Vâlcea (secondo fonti pubbliche) ⁽¹¹⁹⁾ nel 2016, come comunicato da PCC, oppure dal sig. Diaconescu (45 milioni di EUR nel 2012) secondo PCC (cfr. considerando 140), rispetto ai previsti 293,7 milioni di EUR stimati da Wintherhill e indicati a sostegno della relazione sulla ristrutturazione presentata ai creditori da R/BDO;

- i) analogamente, sebbene come spiegato in precedenza (cfr. considerando 266), il valore della vendita attraverso lotti di attivi possa determinare soltanto un prezzo più elevato rispetto a un processo limitato alla vendita in blocco, il risultato effettivo di tale vendita attraverso lotti di attivi (129 milioni di EUR), senza costituire un valore *ex ante*, si è rivelato essere notevolmente inferiore alla stima di Winterhill delle entrate generate dal piano di ristrutturazione.

(269) Al contrario, per quanto riguarda le potenziali entrate generate dalla liquidazione ⁽¹²⁰⁾, le stesse sono state sottostimate dai creditori statali al momento dell'approvazione del piano di ristrutturazione facendo affidamento sulle relazioni R/BDO, in ragione dei seguenti motivi:

- a) un operatore in economia di mercato non avrebbe considerato soltanto il caso di una liquidazione *ex situ* (141 milioni di EUR di recuperi previsti per i creditori ⁽¹²¹⁾) ma avrebbe altresì valutato l'esito potenziale di una vendita in situ o di una situazione intermedia nel contesto della quale gran parte degli attivi sarebbero stati acquistati come un gruppo funzionale (cfr. punto 11 dell'allegato tecnico);
- b) R/BDO ha sostenuto che gli oneri ambientali non erano tutti compresi nella stima di Winterhill del valore di liquidazione. Tuttavia, l'importo di 464 milioni di EUR di oneri ambientali calcolato da Oltchim, preso in considerazione dai curatori designati dall'organo giurisdizionale nella loro relazione a sostegno del piano di ristrutturazione anziché della liquidazione di Oltchim è esagerato: era probabile che una buona parte degli attivi venisse acquistata da un acquirente che avrebbe svolto attività industriali presso il sito di Oltchim, circostanza questa che avrebbe evitato la demolizione integrale del sito ipotizzata da tale stima. Il valore principale degli oneri ambientali preso in considerazione nello scenario di liquidazione sarebbe quindi stato di gran lunga inferiore rispetto alla stima di Oltchim di 464 milioni di EUR, come sostenuto da PCC, che è attiva anche nel settore petrolchimico: la sostituzione completa del suolo contaminato da Oltchim con suolo vegetale o lo smantellamento delle strutture in calcestruzzo dell'impianto (per un totale di circa 420 milioni di EUR rispetto alla stima di Oltchim di 464 milioni di EUR), ad esempio, non sarebbe stata necessaria in caso di acquisizione parziale degli attivi di Oltchim;
- c) inoltre, un operatore in economia di mercato non si sarebbe basato su una stima proveniente dal debitore, direttamente interessato alla propria sopravvivenza (screditando quindi lo scenario della liquidazione) bensì su relazioni esterne indipendenti;
- d) la Commissione ritiene che gli oneri ambientali sarebbero stati neutralizzati e considerati avere il medesimo impatto sulle prospettive di recupero di un creditore in economia di mercato nel contesto del raffronto tra le entrate previste da una procedura di liquidazione e quelle generate dal piano di ristrutturazione proposto, in considerazione dei seguenti motivi:

- (1) secondo la Romania ⁽¹²²⁾, la distribuzione delle entrate con o senza deduzione preliminare dei costi ambientali sarebbe corrisposta al tipo di vendita: attivi in situ o *ex situ*. Una vendita in situ avrebbe potuto essere un esito possibile di una liquidazione sulla base delle osservazioni presentate da R/BDO (cfr. punto 10 dell'allegato tecnico). In tale contesto, ciò equivarrebbe di fatto al riconoscimento da parte delle autorità rumene del fatto che gli oneri ambientali non erano dovuti in tutti i possibili esiti della procedura di liquidazione;
- (2) gli oneri ambientali, così come stimati da Oltchim nello scenario della liquidazione, sarebbero stati considerati con cautela anche dal potenziale acquirente di Oltchim SPV;
- (3) qualora trasferito all'acquirente di Oltchim SPV, anche scontato in base a un appropriato valore temporale, l'ammontare aggregato di tali oneri avrebbe presentato il medesimo ordine di grandezza riscontrato nello scenario di liquidazione essendo probabile un aumento dei costi di ripristino del sito di Oltchim nel corso del tempo (in particolare a causa dell'inflazione);

⁽¹¹⁹⁾ <https://www.ziaruldeiasi.ro/stiri/un-iesean-vrea-sa-cumpere-oltchim-137339.html>.

⁽¹²⁰⁾ Le entrate generate dalla liquidazione sono state determinate dai curatori designati dall'organo giurisdizionale nella loro relazione ai creditori sulla base di una valutazione «*ex situ*» di Winterhill che prevedeva la vendita degli attivi di Oltchim al loro valore di rottamazione, previa deduzione dei relativi costi di smantellamento e di rimozione. Winterhill è un consulente nominato da R/BDO il 3 giugno 2013 per effettuare la valutazione dei valori di liquidazione/mercato di Oltchim. R/BDO hanno sostenuto che il valore di liquidazione era negativo in considerazione degli oneri ambientali pari a 464 milioni di EUR sulla base di una stima di Oltchim.

⁽¹²¹⁾ Secondo lo studio Winterhill del 2013, si trattava di 108 milioni di EUR per gli attivi assistiti da garanzie e 32 milioni di EUR per quelli esenti da gravami.

⁽¹²²⁾ Osservazioni del 16 maggio 2018, punto R13, sottopunto i).

- (4) inoltre, un acquirente di Oltchim SPV avrebbe preso in considerazione tali oneri nella propria offerta oppure avrebbe chiesto al venditore di conservarli e di provvedere egli stesso al saldo di tali oneri, come illustrato dal caso della privatizzazione di Petrom, nel quale OMV ha posto come prerequisito per l'operazione il fatto che Petrom (attraverso il suo azionista) conservasse la responsabilità per gli oneri ambientali legati alla chiusura di Arpechim Pitesti (costo stimato pari a circa 600 milioni di EUR per lo Stato rumeno ⁽¹²³⁾);
- (5) inoltre, nel caso in cui tali oneri avessero dovuto essere trasferiti all'acquirente, quest'ultimo avrebbe potuto essere tenuto, su richiesta di diligenti autorità ambientali, a costituire una garanzia a copertura del costo di tali oneri; un creditore operante in un'economia di mercato si sarebbe aspettato che un acquirente avrebbe incontrato difficoltà nel trovare un garante/una banca in un contesto nel quale la redditività di Oltchim SA fosse bassa rispetto ai potenziali elevati passivi in questione;
- (6) di conseguenza, molto probabilmente i potenziali acquirenti di Oltchim SA avrebbero chiesto a quest'ultima di sostenere il costo degli oneri ambientali. Questo punto è corroborato dalle spiegazioni fornite dalle autorità rumene, secondo le quali gli oneri ambientali sono stati per la maggior parte (se non per la loro totalità) conservati in capo ad Oltchim. Secondo la Romania, nel contesto della privatizzazione, le imprese inquinanti vengono acquisite unitamente a tutti loro obblighi (compresi gli oneri ambientali pregressi), mentre nel caso di Oltchim SPV, dovevano rimanere in capo al venditore in ragione proprio del contesto del tentativo di vendita in blocco degli attivi principali di Oltchim attraverso Oltchim SPV;
- (7) di conseguenza, un creditore operante in un'economia di mercato avrebbe ragionevolmente ritenuto che tali oneri sarebbero stati dedotti dalle entrate della vendita di Oltchim SPV in maniera analoga a quanto sostenuto dalla Romania nel caso dello scenario della liquidazione. In effetti esisteva un'elevata probabilità che gli oneri ambientali dovessero essere detratti dalle entrate della vendita di Oltchim SPV (nel caso in cui non fossero stati trasferiti) prima di procedere al pagamento ai creditori (nel contesto che prevedeva la liquidazione di Oltchim SA in seguito alla vendita di Oltchim SPV): la circostanza opposta avrebbe potuto comportare l'elusione del principio del «chi inquina paga» all'interno dell'UE attraverso una complessa configurazione di società veicolo;
- (8) il fatto che gli oneri ambientali debbano essere pagati in uno scenario di liquidazione non può essere un argomento valido per rinviare sine die la liquidazione di un'impresa non redditizia: in ragione del fallimento dei numerosi precedenti tentativi di privatizzazione, un operatore in economia di mercato avrebbe ritenuto che il piano di ristrutturazione, così come previsto nel 2014, era destinato a fallire e che gli oneri ambientali avrebbero dovuto essere comunque pagati in una fase successiva, quando Oltchim sarebbe stata probabilmente liquidata in seguito all'insuccesso del piano (nel qual caso dalle entrate generate dalla liquidazione si sarebbe dovuto dedurre, prima della soddisfazione dei creditori, anche l'ulteriore debito corrente maturato successivamente all'apertura dell'insolvenza);
- (9) infine, **la Romania non ha fornito alcun esempio di liquidazione di imprese nell'ambito delle quali gli oneri ambientali erano stati detratti dalle entrate generate dalla procedura di liquidazione** prima del soddisfacimento dei creditori. Ciò conferma altresì che un operatore in economia di mercato non avrebbe potuto ritenere che nella fase di liquidazione gli oneri ambientali sarebbero stati detratti preliminarmente dalle entrate generate dalla vendita di attivi, mentre nel contesto di una procedura di ristrutturazione tali oneri sarebbero stati pagati attingendo alle entrate generate dal piano dopo il pagamento dei creditori;
- (10) di conseguenza, tali oneri dovevano essere neutralizzati da un creditore operante in economia di mercato di Oltchim nel raffronto del piano di ristrutturazione con uno scenario di liquidazione;
- (11) pur osservando che nella sua valutazione economica l'AAAS aveva criticato l'elevato valore presunto da Oltchim ⁽¹²⁴⁾, la Commissione osserva che la Romania non ha presentato evidenza del fatto che l'AAAS o altri creditori statali abbiano calcolato una propria stima degli oneri ambientali, sulla base di tale osservazione. Inoltre detti creditori non hanno neutralizzato tale elemento nel raffronto tra lo scenario della liquidazione e quello della ristrutturazione;
- e) infine, R/BDO ⁽¹²⁵⁾ ha dichiarato che in caso di liquidazione soltanto i creditori privilegiati avrebbero ricevuto importi dalla vendita degli attivi. Pertanto, essi riconoscono che vi erano prospettive di recupero per i creditori privilegiati nello scenario della liquidazione, il che significa che la stima degli oneri ambientali di Oltchim (cfr. considerando 102) non avrebbe dovuto essere presa in considerazione dai creditori. Successivamente, la Romania ha affermato che la maggioranza dei creditori privilegiati ha votato a favore del piano perché era convinta che non avrebbero realizzato un importo in grado di «coprire integralmente» i loro crediti nello scenario della liquidazione, non negando quindi la possibilità di un recupero parziale per i creditori privilegiati.

⁽¹²³⁾ <http://romanialibera.ro/economie/companii/petrom-a-fost-dat-gratis-in-contul-poluarii-istorice-236881>.

⁽¹²⁴⁾ In particolare l'AAAS ha confrontato la stima di Oltchim, pari a 464 milioni di EUR, con l'importo specificato nella relazione di *Romcontrol*, ossia 91,4 milioni e ha ritenuto che il primo importo fosse esagerato.

⁽¹²⁵⁾ Punto 104 delle loro osservazioni del 1° settembre 2016.

B) I voti dei creditori statali non possono essere considerati espressi a condizioni di parità (pari passu)

- (270) La Commissione ritiene che gli argomenti sollevati dalla Romania riguardo all'asserito voto *pari passu* dei creditori statali (rieipilogati ai considerando da 168 a 170) non siano fondati: in particolare, né l'AAAS né Electrica possono essere considerate aver operato *pari passu* con i creditori privilegiati in quanto la maggior parte dei loro crediti apparteneva alla categoria dei creditori di bilancio (rispettivamente alla categoria dei creditori chirografari).
- (271) La Commissione non può nemmeno ritenere che i creditori statali appartenenti alla categoria dei creditori di bilancio (AAAS, Ente rumeno per l'acqua) e a quella dei fornitori essenziali (CET Govora, Ente rumeno per l'acqua) soddisfino le condizioni del principio del «*pari passu*» data l'assenza di creditori privati in tali categorie. Per quanto concerne i creditori chirografari, la Commissione osserva inoltre che le autorità rumene riconoscono l'irrilevanza del principio del *pari passu* per tali creditori in ragione dell'assenza di recupero per detti creditori nel contesto del piano di ristrutturazione; la Commissione osserva inoltre che Electrica e Salrom non si trovavano in una situazione paragonabile ad altri creditori chirografari in quanto vantano crediti tanto in veste di creditori privilegiati quanto di creditori chirografari.
- (272) Inoltre, le autorità rumene hanno sostenuto che la semplice approvazione del piano da parte dei creditori privilegiati (che hanno concordato a una cancellazione del debito compresa tra circa il 20 % e il 27 %) ha dimostrato che i crediti vantati dai creditori di bilancio erano privi di valore; i creditori privilegiati avrebbero potuto ottenere una cancellazione inferiore secondo la Romania, qualora non avessero accettato che il piano garantisse un recupero minimo del 20 % per i creditori di bilancio e del 30 % per i fornitori essenziali tale da garantire che dette ultime due categorie votassero a favore del piano. Tuttavia, questi argomenti sono viziati: qualora non fosse stato possibile alcun recupero per i creditori di bilancio e per i fornitori essenziali in uno scenario di liquidazione, allora i fornitori essenziali avrebbero molto probabilmente accettato tassi di recupero molto più bassi, come il 5 % (o anche il 10 %) dei loro crediti rispetto al tasso di recupero del 20-30 % ottenuto nel piano di ristrutturazione.
- (273) Le autorità rumene hanno sottolineato altresì che numerosi creditori privati hanno votato a favore del piano con l'obiettivo di sostenere il rispetto del principio dell'operatore in economia di mercato da parte del voto dei creditori statali. In effetti, mentre i creditori privati che detenevano esclusivamente crediti assistiti da garanzie o una maggioranza di tale tipo di crediti hanno votato per lo più a favore del piano, quelli che detenevano esclusivamente crediti non assistiti da garanzie si sono opposti al piano ⁽¹²⁶⁾. Ciò dimostra ulteriormente che il voto dell'AAAS e di Electrica a favore del piano non era conforme al principio dell'operatore in economia di mercato, poiché, data la loro significativa cancellazione del debito e la proporzione del credito non assistito da garanzie, la loro posizione era più vicina a questi ultimi creditori privati, che hanno votato contro il piano.
- (274) Inoltre in considerazione delle carenze evidenziate nel raffronto effettuato da R/BDO tra il piano di ristrutturazione e la liquidazione, un operatore in economia di mercato diligente avrebbe tenuto conto con molta cautela dei risultati di tale studio al momento del voto. Tuttavia, i creditori privati non potevano ragionevolmente non prendere in considerazione le reiterate dichiarazioni (cfr. considerando 27, 28, 30) dell'azionista di Oltchim SA, le quali lasciavano intendere che lo Stato rumeno non avrebbe lasciato fallire Oltchim; non potevano ragionevolmente ignorare il memorandum approvato dal primo ministro, e la possibilità che, in tale contesto, lo Stato rumeno avrebbe cercato di fornire ulteriori aiuti ad Oltchim, rendendo in tali circostanze il piano di ristrutturazione più favorevole per loro rispetto alla liquidazione, proprio in ragione della possibilità di erogare ulteriori aiuti ad Oltchim. Ciò spiega i voti positivi o le astensioni da parte dei creditori privati, mentre altri, quali Electrica Furnizare, hanno votato contro il piano. Come sostenuto da PCC, i creditori privati che hanno approvato il piano di ristrutturazione hanno seguito la decisione statale piuttosto che agire in veste di promotori del piano di ristrutturazione.
- (275) Sulla base dei considerando da 270 a 274, la Commissione conclude che il voto dei creditori pubblici non è avvenuto in condizioni di parità (*pari passu*).

C) Una diligente valutazione controfattuale basata su prove dell'epoca avrebbe indotto un creditore operante in un'economia di mercato ad opporsi al piano

- (276) Sulla base delle considerazioni di cui sopra, in ragione delle numerose debolezze dei piani di liquidazione e ristrutturazione presentati ai creditori nella relazione sulla ristrutturazione di R/BDO e dell'assenza di un comportamento *pari passu* dei creditori pubblici rispetto a quello dei creditori privati in tutte le categorie, la Commissione ritiene che un creditore diligente e prudente operante in un'economia di mercato avrebbe condotto una propria analisi in maniera tale da confrontare la liquidazione e il piano di ristrutturazione al momento del voto.

⁽¹²⁶⁾ Questo è ad esempio il caso dei seguenti creditori chirografari: Herbing Srl, Kronos Worldwide Limited, Tricon energy Ltd Houston, Cooperative Centrale Raiffeisen - Rabobank International, Tesatoria Euro Tehnica Textil S.r.l., Electrica Furnizare SA o CFR Marfa. Inoltre, tra i creditori privati che detenevano la maggioranza del credito non assistito da garanzie/di bilancio e una minoranza del credito assistito da garanzie, due hanno votato contro il piano (Electrica Furnizare, DGFP Craiova), due si sono astenuti (in particolare la banca neerlandese ING), ma uno soltanto (MFC Commodities GmbH) ha votato a favore del piano.

- (277) Lo studio dell'AAAS è stato molto conciso e, pur criticando l'ammontare degli oneri ambientali, non ha considerato in particolare le carenze relative al valore del piano di ristrutturazione e ha quindi concluso in maniera fuorviante che il piano massimizzava i suoi recuperi. Nelle sue osservazioni Electrica non ha ritenuto utile svolgere una propria analisi ex ante del principio dell'operatore in un'economia di mercato e si è basata sullo studio di R/BDO nonostante le sue carenze. Le autorità rumene non hanno fornito alcuna prova del fatto che Salrom, l'Ente nazionale per l'acqua o CET Govora abbiano condotto uno studio interno sul principio del creditore operante in un'economia di mercato al momento del voto.
- (278) **La Commissione ha effettuato un'analisi del criterio dell'operatore in economia di mercato, dettagliato nell'allegato tecnico**, sulla scorta dei dati a disposizione dei creditori al momento del voto. In questa versione finale dell'analisi del criterio dell'operatore in economia di mercato, la Commissione ha tenuto conto, ove giustificato ed adeguato, delle osservazioni che le autorità rumene erano state invitate dalla Commissione a fornire in relazione a una versione progetto di tale analisi durante il procedimento formale (cfr. considerando 172).
- (279) **I risultati di tale valutazione mostrano che le entrate della liquidazione risultavano essere superiori o uguali a quelle generate dal piano di ristrutturazione in tutti e tre gli scenari considerati per l'AAAS, l'Ente nazionale per l'acqua, Salrom, Electrica e CET Govora.**
- (280) Un operatore in economia di mercato avrebbe anche tenuto conto del fatto che, in considerazione dei numerosi precedenti esiti negativi, il piano di ristrutturazione era correlato a un'elevata probabilità di fallimento o di notevoli ritardi: impegnarsi a tal modo significava che Oltchim SA era autorizzata ad accumulare un significativo debito corrente aggiuntivo, che sarebbe stato detratto dalle entrate di una eventuale liquidazione in caso di esito negativo (o di tempi più lunghi del previsto) della vendita di Oltchim SPV prospettata nel piano di ristrutturazione. Di conseguenza le entrate del piano di ristrutturazione sono state ritenute persino più basse per i creditori, nonostante gli inevitabili costi amministrativi e legali che avrebbero dovuto sostenere per monitorare internamente la loro esposizione nei confronti di Oltchim durante l'attuazione del piano.
- (281) Pertanto, come dimostrato attraverso l'analisi di cui all'allegato tecnico, **l'AAAS, Electrica, Salrom e l'Ente nazionale per l'acqua non hanno agito in qualità di operatori in economia di mercato nel favorire il piano di ristrutturazione rispetto alla procedura di liquidazione**, dato che le entrate previste per il piano erano inferiori e decisamente più incerte. Il loro voto ha concesso un vantaggio a Oltchim equivalente alla cancellazione del debito da loro accordata. Le circostanze specifiche in questione in relazione a CET Govora di cui ai considerando 246 e 248 non consentono alla Commissione di constatare la presenza di un vantaggio economico per questo creditore in relazione alla misura 3.
- (282) La Commissione rileva altresì che tali cancellazioni del debito sono state effettivamente attuate, come dimostra il risultato eccezionale registrato da Oltchim nel 2015, dovuto alla cancellazione aggregata dei debiti da parte dei creditori pubblici e privati per un importo pari a 518 milioni di EUR (cfr. 91 e 268, lettera b)] e rappresentano oltre il 95 % del limite inferiore della cancellazione approvata dai creditori (cfr. tabella 4) nel piano, approvata dall'organo giurisdizionale.
- (283) **Di conseguenza, la Commissione ritiene che, nel contesto della misura 3, mentre il voto di CET Govora non ha comportato un vantaggio per Oltchim, i voti dell'AAAS, di Electrica, Salrom e dell'Ente nazionale per l'acqua hanno conferito un vantaggio economico selettivo a Oltchim pari a 1 486 milioni di RON (327 milioni di EUR ⁽¹²⁷⁾), che corrisponde al limite inferiore dell'intervallo di valori delle cancellazioni del debito compreso tra 1 486 milioni di RON (327 milioni di EUR ⁽¹²⁸⁾) e 1 525 milioni RON (335 milioni di EUR) concordato da tali creditori nel piano di ristrutturazione, come dettagliato nella tabella che segue:**

Creditore	Vantaggio concesso ai sensi della misura 3	
	EUR	RON
AAAS	211 198 788	959 994 490
Electrica	109 574 383	498 065 377

⁽¹²⁷⁾ Sulla base del tasso di cambio di 1 EUR = 0,22 RON in uso al momento del voto (cfr. tabella 4).

⁽¹²⁸⁾ Sulla base del tasso di cambio di 1 EUR = 0,22 RON in uso al momento del voto (cfr. tabella 4).

Creditore	Vantaggio concesso ai sensi della misura 3	
	EUR	RON
Salrom	4 014 997	18 249 986
Ente nazionale rumeno per l'acqua	2 234 711	10 157 777
Totale	327 022 879	1 486 467 630

6.1.2.4. Valutazione complessiva del vantaggio economico e dell'imputabilità allo Stato delle misure 1, 2 e 3

- (284) Dopo aver valutato ciascuna misura separatamente, la Commissione ritiene necessario effettuare una valutazione più generale della strategia dello Stato relativa a Oltchim nel periodo tra il mese di settembre del 2012 e il mese di aprile del 2015.
- (285) Le misure 1, 2 e 3 di cui sopra sono infatti intrinsecamente collegate tra loro e costituiscono parte del medesimo obiettivo principale, ossia sostenere Oltchim e mantenerla nel mercato, nonché assicurare i posti di lavoro dei suoi dipendenti, attraverso la mancata riscossione dei debiti/la cancellazione dei debiti/la prosecuzione delle forniture. Tutte queste misure sono state offerte e garantite dalla firma del memorandum avviato dallo Stato e approvato dal primo ministro (cfr. considerando 1, 31, 150, 203 e 205). Inoltre, queste misure sono state sostenute da reiterate dichiarazioni alla stampa di rappresentanti di alto livello dello Stato le quali hanno chiarito che il governo aveva un interesse strategico nel mantenere in funzione Oltchim e intendeva evitarne la liquidazione a tutti i costi [cfr. considerando 28, 30, 31 e 204, lettere da d) a i)].
- (286) Questa strategia appare ancora più evidente se si tiene conto: i) della medesima identità dei soggetti che hanno concesso le misure e del loro voto in merito alla ristrutturazione di Oltchim; ii) della cronologia delle misure in questione; iii) della loro finalità, ossia mantenere Oltchim attiva a tutti i costi ed evitarne la liquidazione; e iv) della situazione (finanziaria e di rischio) dell'impresa al momento dell'adozione della decisione in merito a ciascuna delle misure, ossia del fatto che Oltchim era prossima all'insolvenza ⁽¹²⁹⁾.
- (287) La misura 3 porta a un vantaggio a favore di Oltchim che non è separabile dalle misure 1 e 2. La misura 3 non sarebbe esistita in assenza delle misure 1 e 2. I debiti accumulati nei confronti dell'AAAS ai sensi della misura 1 e di CET Govora in ragione della prosecuzione delle forniture non pagate di cui alla misura 2 sono stati successivamente cancellati ai sensi della misura 3.
- (288) Secondo il memorandum, i soggetti pubblici e privati firmatari hanno convenuto di cooperare al fine di sviluppare una «strategia sostenibile per il rilancio» che Oltchim avesse come obiettivo principale quello di: i) «incoraggiare e proteggere i creditori, in particolare i dipendenti» al fine del pieno riavvio di attività redditizie e del loro funzionamento a lungo termine, garantendo al tempo stesso un livello adeguato di fiducia affinché gli stessi sostengano la strategia; ii) consentire alle parti di comunicare ai mercati, alla comunità internazionale e al pubblico in generale che stanno valutando una soluzione redditizia nel lungo termine per Oltchim; e iii) assicurare la ristrutturazione controllata di Oltchim.
- (289) Complessivamente, un operatore in economia di mercato in una situazione il più analoga possibile a quella dell'AAAS (in considerazione dei numerosi precedenti tentativi falliti di privatizzazione in blocco) avrebbe innanzitutto tentato di imporre il proprio punto di vista su un piano di ristrutturazione basato in particolare su una vendita tramite lotti di attivi. L'AAAS disponeva dei mezzi (cfr. considerando 265) per massimizzare il recupero del proprio credito vantato nei confronti di Oltchim chiedendo innanzitutto a un organo giurisdizionale l'esecuzione dei suoi crediti ed innescando così l'insolvenza di Oltchim per poi presentare come previsto dalla legge in materia di insolvenza la propria proposta di piano di ristrutturazione (articolo 94, primo comma, della legge in materia di insolvenza).
- (290) In conclusione, poiché la misura 3 non può essere ragionevolmente separata dalle misure 1 e 2, tutte queste misure costituiscono una serie di interventi collegati tra loro imputabili allo Stato che hanno conferito ad Oltchim un vantaggio, come proposto nel memorandum.

⁽¹²⁹⁾ Cfr., ad esempio, sentenza del Tribunale del 15 settembre 1998, *BP Chemicals/Commissione*, T-11/95, ECLI:EU:T:1998:199 e punto 81 della comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato (2016/C 262/01).

- (291) **Di conseguenza, nel complesso, la Commissione ritiene che l'AAAS abbia conferito un vantaggio economico selettivo a Oltchim per un importo complessivo di 217 827 557 EUR ⁽¹³⁰⁾ (990 125 260 RON) e che i creditori AAAS, Salrom, CET Govora, Ente nazionale per l'acqua ed Electrica abbiano conferito un vantaggio economico selettivo aggregato ad Oltchim pari a 1 516 598 405 RON (333 651 649 EUR) per le misure 1 e 3 combinate ⁽¹³¹⁾, importo al quale va integrato il vantaggio relativo alla misura 2.**

6.1.3. Distorsione della concorrenza e incidenza sugli scambi tra Stati membri

- (292) Il sostegno pubblico è suscettibile di falsare la concorrenza anche se non aiuta l'impresa beneficiaria ad espandersi e a guadagnare quote di mercato. È sufficiente che l'aiuto le consenta di mantenere una posizione concorrenziale più forte di quella che avrebbe avuto in assenza dell'aiuto. In tale contesto, affinché si possa ritenere che gli aiuti falsino la concorrenza, è di norma sufficiente che l'aiuto conferisca al beneficiario un vantaggio che lo sgravi dal sostenere spese cui avrebbe dovuto far fronte nell'ambito della propria gestione corrente ⁽¹³²⁾.
- (293) Il sostegno pubblico alle imprese costituisce un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE soltanto nella misura in cui «incide sugli scambi tra Stati membri». A tal riguardo, non è necessario dimostrare una reale incidenza di tale aiuto sugli scambi tra gli Stati membri, ma basta esaminare se l'aiuto sia idoneo a incidere su tali scambi ⁽¹³³⁾. In particolare, gli organi giurisdizionali della Corte di giustizia hanno stabilito che «allorché un aiuto finanziario concesso dallo Stato rafforza la posizione di un'impresa nei confronti di altre imprese concorrenti negli scambi intra[unionali], questi sono da considerarsi influenzati dall'aiuto» ⁽¹³⁴⁾.
- (294) Il sostegno pubblico può essere considerato suscettibile di incidere sugli scambi tra Stati membri, anche se il destinatario non è direttamente coinvolto nel commercio transfrontaliero. Ad esempio, la sovvenzione può rendere più difficile per gli operatori di altri Stati membri accedere al mercato mantenendo o aumentando l'offerta locale ⁽¹³⁵⁾.
- (295) La Commissione ritiene che, concedendo ad Oltchim la possibilità di proseguire e riorganizzare le sue attività, nonché di ottenere la cancellazione dei suoi debiti pubblici, le misure siano suscettibili di migliorare la posizione concorrenziale di tale impresa rispetto ai suoi concorrenti sul mercato interno.
- (296) Oltchim è attiva nella produzione di prodotti chimici di base, ossia opera in mercati competitivi in Europa e nel mondo.
- (297) Di conseguenza la Commissione conclude che le misure sono suscettibili di falsare o di minacciare di falsare la concorrenza e incidere sugli scambi tra Stati membri.

6.1.4. Conclusione in merito all'esistenza di un aiuto

- (298) Poiché per tutte e tre le misure sono soddisfatte tutte le condizioni per constatare l'esistenza di aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE (cfr. sottosezioni da 6.1.1 a 6.1.3), la Commissione conclude che:

— la *misura 1* costituisce un aiuto di Stato;

⁽¹³⁰⁾ L'importo aggregato delle misure 1 e 3 combinate è inferiore alla somma dei vantaggi calcolati nel contesto della misura 1 (33 milioni di EUR) e della misura 3 (327 EUR) in maniera da non conteggiare due volte la parte del vantaggio concesso dall'AAAS ai sensi della misura 1 che è stata cancellata nel contesto della misura 3. Il vantaggio concesso dall'AAAS ai sensi delle misure 1 e 3 combinate è stato calcolato aggiungendo alla cancellazione del debito concessa dall'AAAS nel contesto della misura 3 (211 milioni di EUR) la porzione dei 33 milioni di EUR di debito supplementare concesso ai sensi della misura 1 non cancellata nel contesto della misura 3; circa il 20 % dei 33 milioni di EUR di vantaggio concesso in relazione alla mancata azione da parte dell'AAAS tra il mese di settembre del 2012 e il mese di gennaio del 2013 (misura 1) non è stato cancellato nel 2015 (misura 3) e deve pertanto essere aggiunto in relazione alla misura 1 in maniera da calcolare il vantaggio concesso dall'AAAS rispetto alle misure 1 e 3 combinate.

⁽¹³¹⁾ Cfr. nota a piè di pagina 121.

⁽¹³²⁾ Sentenza della Corte del 3 marzo 2005, *Heiser*, C-172/03, ECLI:EU:C:2005:130, punto 55.

⁽¹³³⁾ Sentenza della Corte del 14 gennaio 2015, *Eventech/The Parking Adjudicator*, C-518/13, ECLI:EU:C:2015:9, punto 65; sentenza della Corte dell'8 maggio 2013, *Libert e altri*, cause riunite C-197/11 e C-203/11, ECLI:EU:C:2013:288, punto 76.

⁽¹³⁴⁾ Sentenza della Corte del 14 gennaio 2015, *Eventech/The Parking Adjudicator*, C-518/13, ECLI:EU:C:2015:9, punto 66; sentenza della Corte dell'8 maggio 2013, *Libert e altri*, cause riunite C-197/11 e C-203/11, ECLI:EU:C:2013:288, punto 77; sentenza del Tribunale del 4 aprile 2001, *Friulia Venezia Giulia*, T-288/97, ECLI:EU:T:2001:115, punto 41.

⁽¹³⁵⁾ Sentenza della Corte del 14 gennaio 2015, *Eventech/The Parking Adjudicator*, C-518/13, ECLI:EU:C:2015:9, punto 67; sentenza della Corte dell'8 maggio 2013, *Libert e altri*, cause riunite C-197/11 e C-203/11, ECLI:EU:C:2013:288, punto 78; sentenza della Corte del 24 luglio 2003, *Altmark Trans*, C-280/00, ECLI:EU:C:2003:415, punto 78.

- la *misura 2* costituisce aiuto di Stato per CET Govora, ma non per Salrom;
- la *misura 3* costituisce un aiuto di Stato per l'AAAS, l'Ente nazionale per l'acqua, Salrom ed Electrica, ma non per CET Govora.

(299) Le misure 1, 2 e 3 considerate congiuntamente costituiscono aiuti per l'AAAS, l'Ente nazionale per l'acqua, Salrom, CET Govora ed Electrica. Sulla base del considerando 291, la Commissione conclude che lo Stato rumeno ha concesso ad Oltchim un aiuto pari a 1 516 598 405 RON (333 651 649 EUR), importo al quale va integrato il vantaggio relativo alla misura 2.

6.1.5. Legittimità dell'aiuto

- (300) La Commissione osserva che le misure 1, 2 (concernenti CET Govora) e 3 (concernenti l'AAAS, l'Ente nazionale per l'acqua, Salrom, Electrica) sono state concesse negli anni dal 2012 al 2015 in violazione degli obblighi di sospensione di cui all'articolo 108, paragrafo 3, del TFUE.
- (301) Di conseguenza, essendo stato constatato che le misure costituiscono un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE, la Commissione conclude che esse costituiscono aiuti di Stato illegali.

6.2. Compatibilità dell'aiuto e base giuridica per la valutazione

- (302) Secondo la giurisprudenza costante, uno Stato membro che chiede di poter concedere aiuti in deroga alle norme del trattato è soggetto ad un obbligo di collaborazione nei confronti della Commissione.
- (303) In forza di tale obbligo, è tenuto in particolare a fornire tutti gli elementi atti a consentire a detta istituzione di accertare che ricorrano le condizioni della deroga richiesta ⁽¹³⁶⁾. In questo caso, le autorità rumene non hanno rivendicato alcuna base giuridica per la valutazione della compatibilità.
- (304) Dato che Oltchim si qualifica come un'impresa in difficoltà (cfr. considerando 88), l'unico motivo di compatibilità identificato dalla Commissione nella decisione di avvio ⁽¹³⁷⁾ era un aiuto per il salvataggio e per la ristrutturazione basato sugli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione 2014.
- (305) In effetti, le autorità rumene (in una fase abbastanza avanzata del procedimento ⁽¹³⁸⁾) hanno rivendicato la possibile ammissibilità delle misure come aiuto per la ristrutturazione e hanno avanzato la possibilità di qualificare il piano di ristrutturazione come un piano di ristrutturazione avente tale finalità. A tal fine, la Romania sottolinea i notevoli progressi compiuti dall'impresa durante il periodo di ristrutturazione.
- (306) Tuttavia, in seguito alla fase di indagine, la Commissione conclude che i criteri per la compatibilità degli aiuti per il salvataggio o per la ristrutturazione stabiliti negli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione non sono rispettati da alcuna delle misure, anche ai sensi del piano di ristrutturazione così come approvato e attuato dalla Romania.
- (307) In particolare, la Commissione non è stata quanto meno in grado di individuare alcun contributo significativo, reale, effettivo e sufficiente ai costi di ristrutturazione sostenuto con risorse proprie di Oltchim, ai sensi del punto 35 degli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione 2014. L'importo dell'aiuto supera notevolmente il prezzo di vendita altrimenti ottenuto a seguito della gara d'appalto. Concretamente, l'importo complessivo dell'aiuto supera i 333 milioni di EUR (dato che corrisponde soltanto alle misure 1 e 3 combinate e che dovrebbe essere integrato con l'importo dell'aiuto corrispondente alla misura 2), mentre l'importo ottenuto dalla vendita della maggior parte degli attivi di Oltchim non supera i 143 milioni di EUR, un importo che è sostanzialmente inferiore alla soglia minima di contributo proprio pari al 50 % imposta dagli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione 2014 ⁽¹³⁹⁾. Alla data della stesura della presente decisione il piano di ristrutturazione di Oltchim non è ancora stato completato, dato che la nuova procedura di gara per la vendita dei rimanenti attivi dell'impresa è ancora in corso e non si prevede sarà completata prima del mese di aprile del 2019. Di conseguenza la Commissione ritiene che ai fini della determinazione del contributo proprio non possa essere presa in considerazione alcuna ulteriore fonte potenziale di finanziamento derivante da vendite di attivi rispetto a quelle già registrate come parte delle entrate generate dalla vendita corrispondenti alla prima procedura di gara completata.

⁽¹³⁶⁾ Cfr. sentenza della Corte del 28 aprile 1993, *Repubblica italiana/Commissione delle Comunità europee*, C-364/90, ECLI:EU:C:1993:157, punto 20.

⁽¹³⁷⁾ Cfr. decisione di avvio nel caso SA.36086 (2016/NN)(ex2013/CP) – Presunto aiuto a favore di Oltchim SA, considerando 148, http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/263778/263778_1773690_109_2.pdf.

⁽¹³⁸⁾ Cfr. risposta della Romania del maggio 2018 alla richiesta di informazioni del 30 gennaio 2018, sezione IV, punto A, pagina 31.

⁽¹³⁹⁾ Sebbene le misure 1 e 2 siano state attuate prima dell'entrata in vigore degli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione 2014, l'applicazione degli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione del 2004 rimarrebbe la medesima per quanto concerne il principio del contributo proprio (punto 44).

- (308) Inoltre, ai sensi del punto 65 degli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione 2014, «Se il sostegno pubblico viene concesso in una forma che rafforza la posizione del beneficiario in termini di capitale proprio, ad esempio se lo Stato fornisce [...] o se riduce l'indebitamento [...], è opportuno che gli aiuti a copertura delle perdite siano concessi solo a condizioni tali da comportare un'adeguata condivisione degli oneri da parte degli investitori esistenti». La Romania non ha fornito alcuna informazione che dimostri un'adeguata condivisione degli oneri nel contesto del piano di ristrutturazione. Inoltre, il punto 67 degli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione richiede che «qualsiasi aiuto di Stato che rafforzi la posizione del beneficiario in termini di capitale proprio dovrebbe essere concesso a condizioni tali da procurare allo Stato una quota ragionevole dei futuri incrementi di valore del beneficiario, in considerazione dell'importo di capitale conferito dallo Stato in rapporto al capitale rimanente dell'impresa dopo la contabilizzazione delle perdite». Nel caso di Oltchim, tale adeguata condivisione degli oneri non è stata dimostrata.
- (309) Infine, data la posizione importante di Oltchim nel settore chimico in Romania e le sue quote di mercato significative nei vari mercati geografici e dei prodotti nei quali opera, e in conformità con la sezione 3.6.2. degli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione, Oltchim avrebbe dovuto attuare misure per limitare le distorsioni della concorrenza create dall'aiuto. In tale contesto, la Commissione osserva che la Romania non ha proposto alcuna misura compensativa strutturale o comportamentale.
- (310) Di conseguenza, la Commissione conclude che il piano di ristrutturazione non riesce a soddisfare diverse delle condizioni cumulative imposte dagli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione 2014 e, pertanto, non può proseguire ulteriormente su tale strada nonostante la dichiarata disponibilità delle autorità rumene a presentare ulteriori proposte a tal fine.

6.3. Recupero

- (311) In conformità con il TFUE e la giurisprudenza costante degli organi giurisdizionali della Corte di giustizia, la Commissione è competente a decidere che lo Stato membro interessato deve abolire o modificare gli aiuti qualora essa abbia constatato che l'aiuto è incompatibile con il mercato interno ⁽¹⁴⁰⁾. Gli organi giurisdizionali della Corte di giustizia hanno inoltre statuito in diverse occasioni che l'obbligo per uno Stato di sopprimere un aiuto che la Commissione ha dichiarato incompatibile con il mercato interno mira al ripristino della situazione preesistente ⁽¹⁴¹⁾.
- (312) In tale contesto, gli organi giurisdizionali della Corte di giustizia hanno precisato che tale obiettivo è raggiunto quando il destinatario ha rimborsato gli importi concessi a titolo di aiuti illegittimi, perdendo quindi il vantaggio di cui aveva fruito rispetto ai suoi concorrenti sul mercato e la situazione antecedente al pagamento dell'aiuto risulta ripristinata ⁽¹⁴²⁾.
- (313) In linea con la giurisprudenza, l'articolo 16, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 2015/1589 del Consiglio ⁽¹⁴³⁾ statuisce che «[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 [...]».
- (314) Come dimostrato nei considerando 291 e 299, l'aiuto concesso ad Oltchim nel quadro delle tre misure congiuntamente, per un importo pari a 1 516 598 405 RON (333 651 649 milioni di EUR) (per le misure 1 e 3 combinate) da integrare con l'importo dell'aiuto relativo alla misura 2, è stato attuato in violazione dell'articolo 108 del TFUE e deve essere considerato un aiuto illegale e incompatibile. Tale aiuto deve pertanto essere recuperato per ristabilire la situazione esistente sul mercato prima della sua concessione.
- (315) Il recupero deve coprire il periodo dalla data in cui è stato conferito un vantaggio al beneficiario ⁽¹⁴⁴⁾, ossia dal momento in cui l'aiuto è stato messo a disposizione del beneficiario, fino al suo recupero effettivo; inoltre, l'importo da recuperare deve produrre interessi fino al recupero effettivo.

⁽¹⁴⁰⁾ Cfr. sentenza della Corte del 12 luglio 1973, *Commissione/Germania*, C-70/72, ECLI:EU:C:1973:87, punto 13.

⁽¹⁴¹⁾ Cfr. sentenza della Corte del 14 settembre 1994, *Spagna/Commissione*, cause riunite C-278/92, C-279/92 e C-280/92, ECLI:EU:C:1994:325, punto 75.

⁽¹⁴²⁾ Cfr. sentenza della Corte del 17 giugno 1999, *Belgio/Commissione*, C-75/97, ECLI:EU:C:1999:311, punti 64 e 65.

⁽¹⁴³⁾ Regolamento (UE) 2015/1589 del Consiglio, del 13 luglio 2015, recante modalità di applicazione dell'articolo 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (GU L 248 del 24.9.2015, pag. 9).

⁽¹⁴⁴⁾ Oltchim ha ottenuto: i) un vantaggio economico di 152 milioni di RON (33 milioni di EUR) concesso dall'AAAS corrispondente all'accumulo del debito di Oltchim nei confronti dell'AAAS nel periodo tra il 21 settembre 2012 e il 30 gennaio 2013 nel quadro della misura 1, che è rappresentativo del valore temporale legato al differimento della richiesta di esecuzione dei crediti vantati dall'AAAS che implica una maggiore esposizione per quest'ultima nei confronti di Oltchim fino al 21 aprile 2015, da tale periodo fino all'omologazione del piano da parte dell'organo giurisdizionale il 22 aprile 2015; ii) un vantaggio economico di 1 516 598 405 RON concesso dall'AAAS, da Salrom, dall'Ente nazionale rumeno per l'acqua e da Electrica corrispondenti alle misure 1 e 3 combinate (senza doppio conteggio), dall'omologazione del piano da parte dell'organo giurisdizionale il 22 aprile 2015; iii) un vantaggio economico nel quadro della misura 2 concesso da CET Govora nel periodo tra il 21 settembre 2012 e il 30 gennaio 2013 sotto forma di ulteriore accumulo del debito dovuto da Oltchim per la prosecuzione delle forniture durante tale periodo, da tale periodo.

6.4. La questione della continuità economica nel contesto della vendita di Oltchim ⁽¹⁴⁵⁾

- (316) In caso di decisione negativa della Commissione in merito al recupero di un aiuto incompatibile nei confronti di un'impresa nel contesto degli articoli 107 e 108 del TFUE, lo Stato membro in questione è tenuto a recuperare l'aiuto incompatibile. L'obbligo di recupero può essere esteso ad una nuova impresa alla quale l'impresa in questione abbia trasferito o venduto taluni dei suoi attivi, laddove tale struttura di trasferimento o vendita permetta di constatare una continuità economica tra le due imprese ⁽¹⁴⁶⁾.
- (317) Secondo la sentenza della Corte nella causa *Italia e SIM 2/Commissione* ⁽¹⁴⁷⁾, sulla quale la Commissione ha fondato le sue decisioni nei casi *Olympic Airlines*, *Alitalia* e *SERNAM* ⁽¹⁴⁸⁾, la valutazione della continuità economica tra la «vecchia» entità e le nuove strutture è stabilita sulla base di una serie di indicatori. A tale fine si possono prendere in considerazione i seguenti fattori: la portata degli attivi venduti (attivi e passivi, continuità della forza lavoro, lotti di attivi); il prezzo di vendita; l'identità degli acquirenti; il momento della vendita (dopo l'avvio della valutazione preliminare, del procedimento di indagine formale o della decisione finale); e la logica economica dell'operazione. Tale serie di indicatori è stata confermata dalla Corte nella sua sentenza del 28 marzo 2012 nella causa *Ryanair/Commissione* ⁽¹⁴⁹⁾ che ha confermato la decisione in merito ad *Alitalia*.
- (318) Come indicato al considerando 5, in seguito a diversi scambi con le autorità rumene in merito alla questione della continuità economica, il 23 dicembre 2016 la DG COMP ha inviato una lettera di valutazione preliminare sulla continuità economica a dette autorità. In tale lettera, sulla base delle informazioni fornite dalle autorità rumene in merito alla portata della vendita relativa a 9 lotti di attivi e alla procedura di vendita (sotto forma di procedura di gara orientata al mercato), la DG Concorrenza ha concluso in via preliminare che la procedura di vendita di Oltchim, così come concepita all'epoca dalle autorità rumene, non ha determinato necessariamente la continuità economica tra Oltchim e l'impresa o le imprese che potrebbero risultare dal processo di vendita, fatta salva la valutazione di elementi cruciali non ancora noti in quel momento come l'effettivo completamento e l'esito osservato della vendita, l'effettiva portata del trasferimento, il suo prezzo e la sua logica economica.
- (319) In questa fase della procedura di vendita, dopo il voto di approvazione dell'assemblea dei creditori in merito a due degli acquirenti per la maggior parte degli attivi di Oltchim, la maggior parte di questi elementi è nota. Al fine di decidere se sussista un aiuto di Stato a favore degli acquirenti di Oltchim, la Commissione valuterà in appresso ciascuno dei cinque criteri di cui sopra.

6.4.1. Portata degli attivi venduti nel contesto del piano di ristrutturazione riveduto

- (320) La Commissione osserva che gli attivi acquisiti dall'acquirente principale, Chimcomplex, tramite i lotti di attivi da 1 a 5 e parzialmente il lotto di attivi 7, rappresentano soltanto il 58 % degli attivi e degli stabilimenti di produzione di Oltchim (in base alla valutazione di Winterhill). Per quanto riguarda DSG, tale acquirente acquisirebbe una quota molto limitata degli attivi di Oltchim, ossia il lotto di attivi 6 (l'impianto di lavorazione del PVC che storicamente era stato concesso in locazione da Oltchim). Gli attivi di interesse per DSG rappresentano una porzione molto esigua degli attivi e degli stabilimenti di produzione di Oltchim (1,94 % in base alla valutazione Winterhill).
- (321) Per quanto concerne Chimcomplex, tale impresa non acquisirà né subentrerà in relazione ad alcun passivo di Oltchim, ad alcun contratto commerciale o a eventuali materie prime, prodotti (non) finiti o pezzi di ricambio esistenti. I costi potenziali relativi all'inquinamento storico del terreno resteranno in capo al venditore in conformità con il principio del «chi inquina paga». Ciò è in linea con la posizione espressa dalla Commissione nella sua lettera del 23 dicembre 2016 in base alla quale «i passivi di Oltchim [...] compresi i debiti ambientali pregressi, rimarranno in capo ad Oltchim». Lo stesso si applica a DSG.

⁽¹⁴⁵⁾ Le informazioni contenute nella presente sezione si basano principalmente sulla terza relazione (punto 3.2.3), sulla quarta relazione (punti 2.2 e 3.1), sulla quinta relazione (sezione 4) e sulla sesta relazione concernenti la procedura di vendita dei lotti di attivi di Oltchim (punto 3.1) preparate dai consulenti di Oltchim.

⁽¹⁴⁶⁾ Sentenza del Tribunale del 28 marzo 2012, *Ryanair Ltd/Commissione europea*, T-123/09, ECLI:EU:T:2012:164, punto 155.

⁽¹⁴⁷⁾ Sentenza della Corte dell'8 maggio 2003, *Repubblica italiana e SIM 2 Multimedia SpA/Commissione delle Comunità europee*, cause riunite C-328/99 e C-399/00, ECLI:EU:C:2003:252, Racc. 2003 I-4035.

⁽¹⁴⁸⁾ Decisione della Commissione del 17 settembre 2008, aiuti di Stato N 321/2008, N 322/2008 e N 323/2008 – *Grecia – Vente de certains actifs d'Olympic Airlines/Olympic Airways Services*; decisione della Commissione del 12 novembre 2008, aiuto di Stato N 510/2008 – *Italia – Cessione dei beni della compagnia aerea di Alitalia*; decisione della Commissione del 4 aprile 2012, SA.34547 – *Francia – Reprise des actifs du groupe SERNAM dans le cadre de son redressement judiciaire*.

⁽¹⁴⁹⁾ Sentenza del Tribunale del 28 marzo 2012, *Ryanair Ltd/Commissione europea*, T-123/09, ECLI:EU:T:2012:164.

- (322) Per quanto riguarda i dipendenti, il capitolato d'oneri o il contratto di vendita non impone agli acquirenti di riassumere la forza lavoro. Tuttavia, ai potenziali acquirenti è stata offerta la possibilità di riassumere i dipendenti di Oltchim e sono stati invitati a indicare se scelgono di farlo nelle loro offerte indicative, specificando il numero di dipendenti presi in carico in conformità con i rispettivi piani aziendali. Infine, sembra che al momento della sua offerta vincolante Chimcomplex intendesse riassumere 1 215 dipendenti, ossia circa il 62 % dei dipendenti di Oltchim ⁽¹⁵⁰⁾. Il dato che il venditore ha ritenuto pertinente per la valutazione delle offerte vincolanti (cfr. punto 335) era soltanto un massimo di 984 dipendenti (il numero di dipendenti che avevano effettivamente accettato il pacchetto di riassunzione), ossia circa il 50 % del numero complessivo della forza lavoro corrente di Oltchim. In ogni caso, la percentuale di dipendenti che verrebbe in definitiva trasferita a Chimcomplex rimane inferiore alla percentuale di dipendenti riassunti di cui alle precedenti decisioni della Commissione, nelle quali non era stato possibile stabilire una continuità economica ⁽¹⁵¹⁾.
- (323) Inoltre la Commissione osserva che i contratti di fornitura e di vendita significativi per le attività operative saranno risolti. In particolare Chimcomplex sostiene di disporre di una propria rete di clienti, di conseguenza la clientela varierà notevolmente in seguito all'acquisizione degli attivi di interesse. Chimcomplex ha altresì confermato esplicitamente che non avrebbe utilizzato il marchio di Oltchim.
- (324) Infine, la Commissione osserva che la portata delle attività che Chimcomplex e DSG svolgeranno in relazione ai lotti acquistati da Oltchim sarà in una certa misura diversa rispetto alle attività di Oltchim al momento della firma dell'accordo di compravendita come dimostrato in appresso (cfr. in particolare la sottosezione 6.4.5).
- (325) Per quanto concerne i restanti lotti di attivi invenduti 8 e 9 e parte del lotto 7, tali attivi rappresentano soltanto una minima parte dell'attività di Oltchim e sono costituiti da attivi non operativi. Di conseguenza la portata delle attività che saranno svolte dagli acquirenti potenziali non comprenderebbe chiaramente l'attività di Oltchim e, molto probabilmente, la portata delle attività che essi svolgerebbero utilizzando tali attivi sarebbe diversa da quella di Oltchim.

6.4.2. Il prezzo di vendita

- (326) Al fine di evitare la continuità economica, le attività oggetto della procedura di gara devono essere vendute al prezzo di mercato. Tale prezzo di mercato è definito come il prezzo che potrebbe essere fissato da un investitore privato che agisce a condizioni di mercato ⁽¹⁵²⁾.
- (327) A seguito del completamento della procedura di gara, la Romania ha venduto la maggior parte degli attivi contenuti nei vari lotti venduti (lotti da 1 a 6 e in parte lotto 7), attraverso una procedura di gara aperta, trasparente, non discriminatoria e incondizionata, agli offerenti che hanno presentato l'offerta più elevata accompagnata da una garanzia di finanziamento come spiegato in appresso.
- (328) Innanzitutto, l'invito a presentare una manifestazione di interesse per i vari lotti di attivi di Oltchim non presentava alcuna limitazione per le parti che potevano presentare offerte; di conseguenza qualsiasi entità era libera di presentare un'offerta nel contesto della procedura di gara.
- (329) Come appare evidente dalle varie relazioni sulla vendita degli attivi di Oltchim (cfr. considerando 8), Chimcomplex era stata soltanto una dei numerosi altri partecipanti (nella fase finale è stato raggiunto un numero totale di 9 attori) alla procedura di gara per varie combinazioni di attivi di Oltchim, gestita dagli amministratori giudiziari di Oltchim unitamente ad AT Kearney («il venditore»).
- (330) In secondo luogo, per quanto concerne il principio della trasparenza, il venditore ha fornito a tutti gli offerenti tempo sufficiente e le informazioni necessarie e dettagliate al fine di consentire loro di effettuare un'adeguata valutazione degli attivi nel contesto della procedura di dovuta diligenza. In base alla seconda e alla terza relazione sulla vendita di Oltchim di cui al considerando 8, agli offerenti in grado di dimostrare una garanzia di finanziamento per il prezzo menzionato nella loro offerta indicativa era garantito l'accesso completo a una sala dati, la partecipazione a riunioni con la dirigenza di Oltchim, la possibilità di visitare le varie sedi del sito e di partecipare a una procedura strutturata di domande e risposte.

⁽¹⁵⁰⁾ Fonte: quarta relazione sulla vendita di Oltchim.

⁽¹⁵¹⁾ Cfr. ad esempio la decisione (UE) 2016/151 della Commissione, del 1° ottobre 2014, relativa al regime di aiuti di Stato SA.31550 (2012/C) (ex 2012/NN) al quale la Germania ha dato esecuzione a favore del Nürburgring (GU L 34 del 10.2.2016, pag. 1), considerando 235, nella quale si afferma che l'acquirente si è fatto carico dell'85 % dei dipendenti del venditore.

⁽¹⁵²⁾ Sentenza della Corte del 16 dicembre 2010, *Saydaland*, C-239/09, ECLI:EU:C:2010:778, punto 34.

- (331) Inoltre, durante tutta la procedura di gara vi è stata una comunicazione costante tra il venditore (AT Kearney) e tutti gli offerenti che si sono qualificati per le rispettive fasi della procedura di gara nel periodo successivo all'avviso pubblico di vendita e alla distribuzione del primo annuncio ai potenziali offerenti (a partire dal 23 agosto 2016), alla ricezione delle manifestazioni di interesse e della firma di accordi di non divulgazione da parte degli offerenti interessati (da settembre a dicembre del 2016), nonché tra il 23 gennaio 2017 (termine ultimo per la presentazione delle offerte indicative) e il 26 giugno 2017 (termine ultimo per la presentazione delle offerte finali).
- (332) In terzo luogo le prove presentate dalla Romania dimostrano che non vi è stata discriminazione tra gli offerenti in nessuna fase della procedura di gara. In effetti, come risulta evidente anche da quanto precede ai considerando 328 e seguenti, tutti gli offerenti hanno ricevuto informazioni e chiarimenti sui criteri di selezione delle offerte, sulle norme e sulle procedure, sui termini per la presentazione delle offerte indicative e finali, sull'estensione di tali termini, sulla situazione finanziaria ed economica di Oltchim, sugli elementi mancanti dalle offerte indicative o finali degli offerenti e sulle eventuali domande formulate dagli offerenti. Durante la procedura, in seguito all'eliminazione di talune carenze di trasparenza in merito alla parità di accesso alle informazioni, a tutti gli offerenti sono state fornite le informazioni necessarie per effettuare un'adeguata valutazione degli attivi venduti nel contesto dei 9 lotti.
- (333) In quarto luogo, a parte le limitazioni derivanti dal quadro giuridico, non sono state poste condizioni agli offerenti, come chiaramente dimostrato dall'invito a presentare una manifestazione di interesse e dalle varie lettere inviate dagli offerenti dal venditore (AT Kearney).
- (334) In quinto luogo, la combinazione di offerenti selezionata è stata quella che massimizzava il prezzo per il venditore, considerando il ritiro di White Tiger Management che si è dimostrato incapace di rispettare i criteri oggettivi di certezza dell'operazione destinati ad assicurare, per mezzo di garanzie, il pagamento del prezzo dell'offerta (cfr. considerando 181). Tale conclusione sul prezzo massimo ottenuto non è in contraddizione con il rifiuto dell'offerta più elevata di White Tiger rispetto a Chimcomplex in quanto il finanziamento dell'offerta era incerto e non garantito secondo il livello di garanzia richiesto, circostanza questa che offriva quindi scarsa certezza per l'operazione.
- (335) Il principio di massimizzazione dei prezzi non è stato inoltre contraddetto dal bonus legato al trasferimento di dipendenti che è stato aggiunto dal venditore, nella sua valutazione delle offerte, in aggiunta alle offerte di prezzo. Tale bonus corrispondente al 40 % dei costi medi di licenziamento (tale valore supplementare ammontava a 5 000 EUR per dipendente) era limitato a un massimo del 50 % dei dipendenti di Oltchim. Ai sensi della legge romena in materia di insolvenza, i pagamenti per gli esuberi assumono in effetti la priorità rispetto a qualsiasi altro credito vantato da creditori pubblici o privati. Di conseguenza, dal punto di vista dei creditori, i pagamenti per gli esuberi hanno il medesimo effetto di una riduzione corrispondente del prezzo. Inoltre, nel caso in esame, tale bonus non ha avuto alcuna ripercussione sulla classificazione delle varie offerte. ⁽¹⁵³⁾
- (336) Per quanto concerne i restanti lotti di attivi non venduti (lotti 8, 9 e parte del lotto 7), che rappresentano la minoranza degli attivi di Oltchim, sulla base delle informazioni fornite dalla Romania nella sua presentazione del 20 aprile 2018, nonché della più recente settima relazione presentata dal venditore il 16 luglio 2018, si prevede che anche tali attivi verranno venduti a prezzi di mercato, come stabilito attraverso una procedura di gara pianificata, concepita in maniera analoga a quella già completata, ossia come una procedura aperta, trasparente e non discriminatoria, agli offerenti che presenteranno le offerte valide ed affidabili più elevate per il lotto o i lotti di interesse, di conseguenza, a un prezzo di mercato.
- (337) Sulla base di quanto precede, la Commissione ritiene che la procedura di selezione in quanto tale sia stata sufficiente a garantire che il prezzo degli attivi venduti agli acquirenti selezionati e approvati corrisponda al prezzo di mercato, che era l'unico criterio di selezione (soggetto a dimostrazione da parte dell'offerente di una garanzia del finanziamento della sua offerta). Di conseguenza la Commissione conclude che la vendita dei lotti di attivi di Oltchim è stata condotta o si prevede sarà condotta nel contesto di una procedura di gara aperta, trasparente, non discriminatoria e incondizionata e che pertanto la procedura di gara ha garantito che la vendita sia stata effettuata o sarà effettuata al prezzo di mercato per i lotti di attivi venduti.

⁽¹⁵³⁾ Cfr. pagina 23 della relazione all'assemblea dei creditori contenuta nell'allegato 1 della quinta relazione sulla vendita di Oltchim.

6.4.3. L'identità dell'acquirente o degli acquirenti

- (338) L'identità dei proprietari del venditore e dell'acquirente fornisce una forte indicazione in merito al fatto che il trasferimento di attivi determinerà o meno una reale continuità economica ⁽¹⁵⁴⁾. L'acquirente principale, Chimcomplex, è controllato da SCR, la quale a sua volta è controllata in ultima analisi dal suo principale azionista, una persona fisica, che detiene il 97,25 % dell'impresa. Sulla base delle informazioni a disposizione a tale riguardo, la Commissione rileva che né la persona fisica che risulta essere il soggetto controllante finale di SCR né alcuna delle entità direttamente o indirettamente controllate da tale soggetto o da SCR detengono alcuna partecipazione azionaria né in Oltchim né in nessun altro degli azionisti di Oltchim.
- (339) Per quanto concerne DSG, vale la pena osservare che ha avuto un rapporto commerciale duraturo con Oltchim. DSG ha avuto in locazione l'impianto di lavorazione del PVC, compresi i dipendenti, da Oltchim sin dal gennaio 2014. Prima di locare le strutture Ramplast (lotto di attivi 6 nella procedura di vendita), DSG era uno dei principali distributori di profili in PVC di Oltchim. Sulla base delle informazioni a disposizione della Commissione, non vi sono relazioni societarie tra DSG e Oltchim.

6.4.4. Il momento della vendita

- (340) La Commissione deve valutare se il momento della procedura di gara può portare ad una elusione della decisione della Commissione di recuperare aiuti di Stato incompatibili.
- (341) In questo caso, la Commissione osserva che la procedura di insolvenza è stata avviata e gli amministratori giudiziari sono stati nominati dall'organo giurisdizionale nazionale competente nel 2013. La vendita degli attivi è stata avviata dagli amministratori giudiziari nel 2016, prima di qualsiasi decisione della Commissione relativa alla conclusione del procedimento di indagine formale. Inoltre, per il principale acquirente, Chimcomplex, lettere bancarie a garanzia della vendita sono state presentate già a dicembre del 2017 e all'inizio del 2018, ossia prima dell'adozione della presente decisione.
- (342) Nel caso in esame, la Commissione ritiene che il fatto che la vendita sia stata avviata dagli amministratori giudiziari nominati dall'organo giurisdizionale nazionale competente e che la decisione relativa al trasferimento della maggior parte degli attivi di Oltchim abbia avuto luogo prima dell'adozione della presente decisione sia meno determinante in termini di continuità economica rispetto a una situazione nella quale la decisione di vendere venga adottata dai beneficiari stessi dell'aiuto o nella quale la procedura di vendita venga avviata soltanto dopo l'adozione di una decisione negativa con recupero come la presente.

6.4.5. La logica economica dell'operazione

- (343) Il criterio della logica economica mira a valutare se l'acquirente degli attivi li utilizzerà nel medesimo modo del precedente proprietario. La continuità economica è assente se l'acquirente integra gli attivi nelle proprie attività economiche e crea quindi ulteriori sinergie anziché limitarsi ad utilizzarle nello stesso modo del venditore ⁽¹⁵⁵⁾.
- (344) Sulla base delle informazioni a sua disposizione, la Commissione constata che Chimcomplex intende integrare verticalmente i lotti di attivi selezionati (lotti da 1 a 5 e parzialmente lotto 7) nel proprio modello aziendale, unitamente ai suoi attuali impianti di produzione a Onești, in Romania, al fine di creare un fornitore di prodotti chimici e petrolchimici con un portafoglio di prodotti di [...]. [...].
- (345) Inoltre, secondo i piani dell'acquirente ⁽¹⁵⁶⁾, saranno perseguiti ulteriori investimenti in nuovi attivi per integrarli nella propria catena di produzione e svilupparli ulteriormente, consentendo a Chimcomplex di aumentare determinati carichi di capacità, ottenendo efficienza e produttività.
- (346) In particolare, Chimcomplex non utilizzerà quindi gli attivi che acquista allo stesso modo dell'impresa insolvente Oltchim. Al contrario, Chimcomplex integrerà gli attivi acquisiti nella propria strategia aziendale, realizzando sinergie, che giustificano il suo interesse all'acquisto dei lotti di attivi per i quali ha presentato un'offerta. Inoltre, il funzionamento di taluni degli attivi è stato strutturalmente in perdita e potrebbe quindi richiedere ulteriori ristrutturazioni, investimenti e lavori di ottimizzazione.

⁽¹⁵⁴⁾ Cfr. ad esempio la decisione (UE) 2015/1826 della Commissione, del 15 ottobre 2014, relativa all'aiuto di Stato SA.33797 — (2013/C) (ex 2013/NN) (ex 2011/CP) al quale la Slovacchia ha dato esecuzione in favore di NCHZ (GU L 269 del 15.10.2015, pag. 71), considerando 159.

⁽¹⁵⁵⁾ Cfr. decisione (UE) 2015/1826 considerando 164.

⁽¹⁵⁶⁾ Cfr. osservazioni presentate da Chimcomplex del 24 novembre 2017 e del 16 gennaio 2018.

- (347) Gli elementi di cui sopra dimostrano che la logica economica dell'offerta di Chimcomplex non consiste in una continuazione dell'attività economica di Oltchim, bensì nell'integrazione di una parte dei suoi attivi e di parte della sua forza lavoro per i lotti acquisiti di Oltchim in un gruppo separato che persegue una logica economica, una strategia industriale e obiettivi propri.
- (348) Sulla base delle considerazioni di cui sopra, la Commissione conclude che la logica economica dell'operazione consiste nel fare in modo che Chimcomplex utilizzi gli attivi contenuti nei lotti di Oltchim da 1 a 5 e parzialmente nel lotto 7 in condizioni diverse e non per dare seguito alla strategia di Oltchim.
- (349) Infine, per quanto concerne i restanti lotti di attivi non venduti (8, 9 e parzialmente 7), essi rappresentano una minoranza degli attivi di Oltchim e contengono soltanto attivi non operativi. Di conseguenza, anche nel caso ipotetico estremo in cui tutti i pacchetti rimanenti venissero acquisiti da un unico potenziale acquirente (diverso da Chimcomplex, che ha già confermato di non essere interessata all'acquisizione di altri attivi residui), essi non costituirebbero la medesima attività che Oltchim stava svolgendo precedentemente al completamento della prima procedura di vendita e sarebbe improbabile che il loro potenziale acquirente potesse qualificarsi come un continuatore dell'attività di Oltchim.

6.4.6. Conclusione sulla (dis)continuità economica di Oltchim attraverso la vendita di attivi a Chimcomplex, DSG e altri potenziali acquirenti per i restanti lotti di attivi non venduti

- (350) Le attività di Oltchim sono state vendute o è pianificato siano vendute al loro prezzo di mercato, come stabilito, attraverso una procedura di gara aperta, trasparente, non discriminatoria e incondizionata, agli offerenti che hanno presentato o che presenteranno l'offerta più alta per la combinazione di lotti in grado di massimizzare le entrate dalla vendita. La Romania ha informato la Commissione che l'acquirente principale autorizzato, Chimcomplex, per i lotti di attivi da 1 a 5 e parzialmente per il lotto 7 non ha alcun legame economico o aziendale con Oltchim. Analogamente, DSG gestisce attualmente il lotto di attivi 6 (impianto per la lavorazione del PVC in locazione) ma non ha alcun legame di proprietà o aziendale con Oltchim. In ogni caso, la decisione sulla vendita è stata presa prima della presente decisione negativa della Commissione relativa al procedimento di indagine formale. Infine, ciascuno dei nuovi proprietari e potenziali acquirenti utilizzerà gli attivi in condizioni diverse e secondo modelli aziendali diversi da quelli di Oltchim. La portata delle attività degli acquirenti sarà decisamente diversa rispetto alle attività di Oltchim.
- (351) Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene che non esista alcuna continuità economica tra Oltchim e una qualsiasi delle imprese che hanno acquistato la maggior parte dei lotti di attivi di Oltchim, ossia Chimcomplex e DSG, che non sono pertanto responsabili per eventuali aiuti di Stato da recuperare presso i beneficiari. Analogamente, la Commissione ritiene altamente improbabile che vi sia una continuità economica tra Oltchim e qualsiasi potenziale acquirente dei rimanenti attivi per i quali è prevista la vendita attraverso una nuova procedura di gara come descritto nelle osservazioni presentate dalla Romania il 20 aprile 2018.

7. CONCLUSIONE

- (352) La Commissione constata che le misure 1, 2 (in relazione a CET Govora) e 3 (in relazione a l'AAAS, l'Ente nazionale per l'acqua, Salrom, Electrica) considerate congiuntamente o separatamente costituiscono aiuti di Stato concessi a favore di Oltchim SA ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE.
- (353) La Commissione ritiene che la misura 2 (in relazione a Salrom) e la misura 3 (in relazione a CET Govora) non costituiscano un aiuto di Stato concesso a favore di Oltchim SA ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE.
- (354) La Commissione rileva inoltre che la Romania ha illegalmente attuato le misure 1, 2 (in relazione a CET Govora) e 3 (in relazione all'AAAS, all'Ente nazionale per l'acqua, a Salrom ed a Electrica) in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3, del TFUE.
- (355) La Commissione conclude che gli elementi di aiuto nel contesto delle misure 1, 2 (in relazione a CET Govora) e 3 (in relazione all'AAAS, all'Ente nazionale per l'acqua, a Salrom ed a Electrica) sono incompatibili con il mercato interno, in quanto le condizioni pertinenti di cui agli orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione 2014 non sono risultate soddisfatte e non è stato individuato alcun altro motivo di compatibilità e devono pertanto essere recuperati presso il beneficiario, unitamente agli interessi relativi al recupero.
- (356) Tale recupero non riguarderà Chimcomplex e DSG, in ragione dell'assenza di continuità economica tra Oltchim e i due suddetti acquirenti, Chimcomplex e DSG.

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

Articolo 1

Le seguenti misure oggetto della presente decisione, illegalmente attuate dalla Romania in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3, del TFUE, congiuntamente e separatamente, costituiscono aiuti di Stato:

- a) la mancata riscossione e l'ulteriore accumulo dei debiti tra il mese di settembre del 2012 e il mese di gennaio del 2013;
- b) il sostegno alle operazioni di Oltchim sotto forma di forniture continuative non pagate e l'ulteriore accumulo di debiti dal mese di settembre 2012 concessi da CET Govora senza l'adozione di provvedimenti adeguati atti a tutelare i crediti di quest'ultima per un importo da determinare congiuntamente alla Romania durante la fase di recupero;
- c) la cancellazione del debito ai sensi del piano di ristrutturazione da parte dell'AAAS, dell'Ente nazionale per l'acqua, di Salrom e di Electrica SA per un importo aggregato, unitamente all'articolo 1, lettera a), di 1 516 598 405 RON.

Articolo 2

Le misure riportate in appresso, oggetto della presente decisione, non costituiscono aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE:

- a) il sostegno fornito da Salrom alle operazioni di Oltchim sotto forma di forniture continuative a decorrere dal mese di settembre del 2012;
- b) la cancellazione del debito per il 2015 nell'ambito del piano di ristrutturazione concessa da CET Govora.

Articolo 3

L'aiuto di Stato di cui all'articolo 1, lettere a) e c), per un importo complessivo di 1 516 598 405 RON, nonché l'aiuto di Stato di cui all'articolo 1, lettera b), concessi illegalmente a favore di Oltchim dalla Romania in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3, del TFUE, sono incompatibili con il mercato interno.

Articolo 4

- (1) La Romania recupera gli aiuti di cui all'articolo 1 presso il beneficiario.
- (2) Gli importi da recuperare producono interessi a decorrere dalla data in cui sono stati messi a disposizione del beneficiario fino al loro recupero effettivo.
- (3) Gli interessi sono calcolati su base composta a norma del capo V del regolamento (CE) n. 794/2004 ⁽¹⁵⁷⁾ della Commissione.

Articolo 5

- (1) Il recupero dell'aiuto di cui all'articolo 1 è immediato ed effettivo.
- (2) La Romania garantisce l'attuazione della presente decisione entro sei mesi dalla data di notifica.

Articolo 6

- (1) Entro cinque mesi dalla notifica della presente decisione, la Romania trasmette le seguenti informazioni alla Commissione:
 - a) l'importo totale (capitale e interessi di recupero) da recuperare presso il beneficiario;

⁽¹⁵⁷⁾ Regolamento (CE) n. 794/2004 della Commissione del 21 aprile 2004, recante disposizioni di esecuzione del regolamento (CE) 2015/1589 del Consiglio recante modalità di applicazione dell'articolo 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (GUL 140 del 30.4.2004, pag. 1).

- b) una descrizione dettagliata delle misure già adottate e previste per conformarsi alla presente decisione;
- c) documenti che comprovino che al beneficiario è stato ordinato di rimborsare l'aiuto.

(2) La Romania tiene informata la Commissione in merito ai progressi delle misure nazionali adottate per attuare la presente decisione fino al completamento del recupero dell'aiuto di cui all'articolo 1. La Romania presenta immediatamente, su semplice richiesta della Commissione, informazioni sulle misure già adottate e pianificate per conformarsi alla presente decisione. Fornisce inoltre informazioni dettagliate sugli importi degli aiuti e degli interessi di recupero già recuperati presso il beneficiario.

Articolo 7

(1) La Romania è destinataria della presente decisione.

(2) La Commissione può pubblicare gli importi recuperati in relazione agli aiuti e agli interessi relativi al recupero in applicazione della presente decisione, fatto salvo l'articolo 30 del regolamento (UE) 2015/1589.

Fatto a Bruxelles, il 17 dicembre 2018

Per la Commissione
Margrethe VESTAGER
Membro della Commissione

ALLEGATO TECNICO

ANALISI DEL PRINCIPIO DEL CREDITORE OPERANTE IN ECONOMIA DI MERCATO IN RELAZIONE ALLA SCELTA TRA IL PIANO DI RISTRUTTURAZIONE PROPOSTO E LA PROCEDURA DI LIQUIDAZIONE**1. Entrate lorde e costi associati al piano di ristrutturazione e alla procedura di liquidazione**

- (1) La Commissione ha esaminato attentamente le diverse relazioni, i dati e gli studi disponibili riguardanti Oltchim che un creditore prudente operante in un'economia di mercato, nella situazione dell'AAAS, di Electrica, Salrom, CET Govora e rispettivamente dell'Ente nazionale per l'acqua, avrebbe ragionevolmente preso in considerazione ai fini della valutazione dei meriti del piano di ristrutturazione proposto ai creditori il 9 marzo 2015 e del percorso alternativo dell'avvio della procedura di liquidazione di Oltchim.
- (2) Sulla scorta di tali dati ex ante, la Commissione ha stabilito uno scenario di riferimento intermedio che un creditore in un'economia di mercato avrebbe considerato il più probabile rispettivamente per il piano di ristrutturazione e la procedura di liquidazione.
- (3) La Commissione ha quindi analizzato l'affidabilità dei risultati ottenuti in tale scenario intermedio, valutando le entrate ottenute dai creditori in uno scenario pessimistico e in uno scenario ottimistico.

1.1. Entrate lorde generate dalla liquidazione e dal piano di ristrutturazione

- (4) Nella sua relazione completata il 30 aprile 2013, Winterhill ha effettuato una valutazione degli attivi di Oltchim nel contesto di uno scenario in situ corrispondente alla situazione nella quale un acquirente acquista i numerosi attivi di Oltchim in blocco.
- (5) Tale valore è stato utilizzato per stabilire il prezzo di vendita iniziale di Oltchim SPV fissato a 306 milioni di EUR nel piano di ristrutturazione (cfr. decisione di avvio, considerando 47) ⁽¹⁾.
- (6) Il valore in situ di Oltchim SA è stato calcolato da Winterhill utilizzando la metodologia del costo netto di sostituzione. Tale metodologia costituisce un'approssimazione accettabile del valore di liquidazione di un'impresa che verrebbe acquistata in blocco da un acquirente: come sottolineato da Winterhill nella sua relazione del 2013, tale valore è effettivamente rappresentativo tanto del costo di acquisto di terreni, apparecchiature e macchinari, della costruzione degli edifici associati e del pagamento dei costi di installazione corrispondenti, quanto della svalutazione determinata dal passare del tempo per ciascuno degli attivi acquistati.
- (7) All'opposto, contrariamente a quanto previsto nel piano di ristrutturazione, il valore in situ non era rappresentativo del prezzo di mercato relativo alla vendita di Oltchim SA come un'impresa in regime di continuità attraverso Oltchim SPV: un acquirente delle azioni di Oltchim SPV avrebbe fortemente preferito fare affidamento sulle entrate e sugli utili attesi che poteva ottenere dal suo investimento in Oltchim SPV considerata come un'impresa nel suo complesso (ad esempio, con obblighi derivanti dal trasferimento dei contratti dei dipendenti da Oltchim SA) piuttosto che su un costo netto di sostituzione degli attivi di Oltchim che non tiene conto dei passivi associati all'acquisizione della società veicolo e che tende a trascurare il livello di redditività dell'attività che può essere realizzato grazie agli attivi in vendita.
- (8) Di conseguenza, coerentemente con l'approccio adottato da Raiffesen nel 2009 (relazione di consulenza preparata da Raiffesen, pag. 71), il valore dell'impresa per Oltchim SPV può essere calcolato mediante un metodo di valutazione dell'impresa basato su multipli dell'EBITDA: tenendo conto della disponibilità di previsioni dettagliate dell'EBITDA al momento del voto sul piano di ristrutturazione preparato dagli amministratori nominati dall'organo giurisdizionale, la metodologia dei multipli dell'EBITDA rappresenta in effetti un metodo appropriato per determinare il valore dell'impresa per Oltchim SPV, che equivale al valore delle azioni di Oltchim SPV considerando l'assenza di debito finanziario.

1.1.1. Entrate lorde e durata della procedura di liquidazione

- (9) Winterhill (a cui R/BDO fanno riferimento nella loro relazione sulla ristrutturazione) ha calcolato un valore *ex situ* corrispondente al valore di liquidazione di Oltchim SA in caso di vendita dei suoi attivi singolarmente, applicando in particolare rapporti standardizzati sul valore in situ per la maggior parte degli elementi che costituiscono Oltchim SA. Ad esempio, ai fini del calcolo del valore *ex situ* delle apparecchiature e degli impianti (stimato ammontare a 99,1 milioni di EUR), Winterhill ha diviso per due la stima in situ di 198,2 EUR relativa alle apparecchiature e agli impianti di Oltchim (che rappresenta una parte significativa del valore totale in situ degli attivi di Oltchim stimato ammontare a 297 milioni di EUR).

⁽¹⁾ R/BDO hanno chiarito il fatto che il prezzo di 306 milioni di EUR per le azioni di Oltchim SPV indicato nella relazione Winterhill 2013 era errato ed hanno specificato che era stato tuttavia corretto a 294 milioni di EUR in vista della riunione dell'assemblea dei creditori tenutasi il 4 dicembre 2014.

- (10) Tale aspetto sostiene il punto di vista secondo il quale vi era un *continuum* di possibilità intermedie tra la liquidazione degli attivi di Oltchim in un'unica soluzione o individualmente, come ulteriormente corroborato dalle osservazioni presentate da R/BDO (punto 100): «i creditori potevano scegliere tra una ristrutturazione [...] e il fallimento», per quest'ultimo caso fanno riferimento a due possibili tipi di vendita: «in situ, *ex situ*». Una vendita *ex situ* rappresenta uno scenario pessimistico nel quale nessun attivo viene acquistato come un gruppo funzionale. Una vendita in situ rappresenta una situazione ottimistica nella quale un acquirente unico acquista tutti gli attivi in un'unica soluzione. Uno scenario intermedio si fonderebbe sul probabile scenario medio nel quale circa la metà del valore degli attivi verrebbe venduta come un gruppo funzionale mentre il resto verrebbe venduto soltanto al valore di rottamazione. Questo è il motivo per cui è appropriato considerare la media tra il valore *ex situ* e in situ di Winterhill per calcolare il valore di liquidazione intermedio che un operatore in economia di mercato avrebbe potuto prevedere ⁽²⁾, dato che il valore *ex situ* di Winterhill ⁽³⁾ rappresenterebbe il risultato pessimistico della procedura di liquidazione e il valore in situ di Winterhill ⁽⁴⁾ costituirebbe l'esito ottimistico della procedura di liquidazione.
- (11) Inoltre, si prevedeva che la liquidazione sarebbe stata finalizzata entro 18 mesi, sulla base delle osservazioni presentate da R/BDO nel piano di ristrutturazione (pagina 110).

1.1.2. Entrate lorde generate dal piano di ristrutturazione

Scenario di riferimento

- (12) Per quanto concerne il piano di ristrutturazione, lo «scenario A» del piano di ristrutturazione prevedeva la vendita di Oltchim SPV a un acquirente interessato a gestire gli attivi nel contesto dell'impianto per gli osso-alcoli riavviato e senza la necessità di ulteriori finanziamenti esterni. Tale scenario era rappresentativo di una visione di riferimento che consisteva nella possibile prospettiva di vendita di Oltchim SPV.
- (13) Nel contesto di tale scenario, gli amministratori nominati dall'organo giurisdizionale hanno ipotizzato che la vendita di Oltchim SPV sarebbe avvenuta entro un periodo di 36 mesi ⁽⁵⁾. Di conseguenza, in media, ipotizzando uno scenario intermedio, la vendita di Oltchim sarebbe avvenuta entro 18 mesi.
- (14) Un creditore in un'economia di mercato avrebbe valutato il prezzo di vendita di Oltchim SPV associato a tale scenario, in conformità con la metodologia dei multipli dell'EBITDA descritta nel considerando 8, moltiplicando la media delle previsioni dell'EBITDA sul periodo triennale calcolato da R/BDO ⁽⁶⁾ nel piano di ristrutturazione per un multiplo pari a 5,0x applicato ai produttori di sostanze chimiche, consigliato da Raiffesen nella sua relazione del 2009. Contrariamente a quanto sostenuto dalle autorità rumene nelle loro osservazioni del 16 maggio 2018 (sezione E, capitolo II, punti 13-14), un operatore in economia di mercato non aveva motivo di ipotizzare previsioni dell'EBITDA più elevate rispetto a quelle proposte da R/BDO nello «scenario B» del loro piano. Un operatore in economia di mercato non avrebbe nemmeno considerato la stima di Raiffesen errata e preso in considerazione multipli dell'EBITDA alternativi come quello proposto dalle autorità rumene che si basa parzialmente su dati ex post non disponibili al momento del voto dei creditori.

Scenario pessimistico

- (15) In uno scenario pessimistico, si potrebbe considerare che i potenziali acquirenti di Oltchim SPV avrebbero cercato di fare affidamento sui risultati finanziari storici di Oltchim SA per fissare il prezzo delle proprie offerte. La media storica dell'EBITDA di Oltchim SA su un periodo di 10 anni era pari a meno 7,4 milioni di EUR. Tuttavia, risultati così in sofferenza costituiscono semplicemente l'esito delle difficoltà di Oltchim, in particolare a partire dal 2012; un operatore in economia di mercato avrebbe quindi sottolineato l'EBITDA assunto da R/BDO nello scenario di riferimento applicando ad esempio una riduzione del 50 % sulla media delle previsioni dell'EBITDA per il periodo triennale proposte da BDO nello scenario di riferimento (ossia 3,4 milioni di EUR). Il multiplo dell'EBITDA di 5,0x era quindi appropriato anche per stabilire il prezzo delle azioni di Oltchim SPV in tale scenario pessimistico.
- (16) In uno scenario pessimistico, era logico presumere che sarebbe stato necessario il periodo massimo di 36 mesi per realizzare la vendita di Oltchim SPV.
- (17) Al fine di confrontare le entrate generate da una procedura di liquidazione della durata di 18 mesi e di un piano di ristrutturazione nello scenario pessimistico della durata di 36 mesi, occorre applicare un fattore di sconto basato sul costo medio ponderato del capitale (WACC) settoriale ⁽⁷⁾, per tale differenza di 18 mesi, alle entrate e ai costi associati alla vendita di Oltchim SPV.

⁽²⁾ Circa 217 milioni di EUR, di cui 171 milioni di EUR generati da attivi assistiti da garanzie.

⁽³⁾ Circa 140 milioni di EUR, di cui 108 milioni di EUR generati da attivi assistiti da garanzie.

⁽⁴⁾ Circa 294 milioni di EUR, di cui 234 milioni di EUR generati da attivi assistiti da garanzie.

⁽⁵⁾ Decisione di avvio, punto 47.

⁽⁶⁾ 6,85 milioni di EUR.

⁽⁷⁾ Un costo medio ponderato del capitale pari all'11,58 % per il settore chimico secondo la banca dati del professor Aswath Damodaran, specialista in finanza aziendale e valutazione delle azioni presso la Stern School of Business (New York), rapporto valore dell'impresta/EBITDA, gennaio 2015 (<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>).

Scenario ottimistico

- (18) Un creditore in un'economia di mercato avrebbe altresì considerato lo «scenario B» del piano di ristrutturazione ⁽⁸⁾ come uno scenario ottimistico; in tale situazione si presupponeva che l'attività di Oltchim sarebbe stata migliorata dal suo acquirente attraverso un riavvio dell'impianto per l'anidride ftalica-DOP ricorrendo a fonti di finanziamento esterne. Al contrario, un operatore in economia di mercato non avrebbe ritenuto realistico presumere un riavvio prolungato delle operazioni di Bradu (comprehensive dell'impianto petrolchimico e per PVC/cloruro di vinile monomero) come proposto dalle autorità rumene nelle loro osservazioni del 16 maggio 2018 (sezione E, capitolo II punto 19): un operatore in economia di mercato non avrebbe motivo di ipotizzare previsioni dell'EBITDA superiori a quelle proposte da R/BDO nello «scenario B» del loro piano.
- (19) È stato ipotizzato un periodo limitato di 18 mesi (come nello scenario della liquidazione): un periodo più breve si sarebbe dimostrato troppo impegnativo per Oltchim per ottenere il finanziamento esterno necessario al fine di effettuare il riavvio preliminare dell'impianto per l'anidride ftalica-DOP. L'attuazione di tale rilancio costituiva infatti un prerequisito per assicurare il pagamento del prezzo più elevato collegato allo scenario ottimistico «B» da parte di un acquirente di Oltchim SPV.
- (20) Per quanto concerne i multipli dell'EBITDA, uno scenario ottimistico potrebbe aver calcolato la media tra il multiplo pari a 5,0x proposto da Raiffesen e quelli più alti suggeriti da altre fonti come il multiplo pari a 8,46x dichiarato nella banca dati specializzata della Stern School of Business ⁽⁹⁾ per il gruppo di imprese diversificate del settore chimico al quale si menziona Oltchim appartenga (ossia 6,73x).

2. Costi da dedurre dalle entrate generate dalla vendita di Oltchim SPV o dalla procedura di liquidazione di Oltchim SA

- (21) In entrambe le procedure si presumeva la deduzione dei costi UNPIR pari al 2 % delle entrate, in conformità con la dichiarazione di R/BDO contenuta nella relazione sul piano di ristrutturazione (pagina 96). Il 4 % delle spese di amministrazione era altresì detratto dalle entrate sulla base delle osservazioni presentate dalla Romania il 16 maggio 2018. Inoltre, 12 milioni di EUR di costi per garanzie (calcolati sulla base delle osservazioni presentate da R/BDO su base pro rata per i 18 mesi di durata prevista della liquidazione), necessari per la conservazione degli attivi, sono stati ripartiti anche tra attivi assistiti da garanzie e attivi non vincolati sulla base degli articoli 121 e 123 della legge in materia di insolvenza relativa alla procedura di liquidazione.
- (22) L'importo del debito corrente (in seguito all'insolvenza) calcolato da R/BDO ⁽¹⁰⁾ è stato detratto dalle entrate generate dalla liquidazione in tutti e tre gli scenari.
- (23) L'importo medio del debito corrente (compresa la previsione dell'ammontare aggregato del debito relativo alle retribuzioni maturato in seguito all'insolvenza al momento della vendita di Oltchim SPV) rispetto al piano di ristrutturazione triennale calcolato da R/BDO è stato assunto tanto per lo scenario intermedio (scenario A) ⁽¹¹⁾ quanto per quello ottimistico (scenario B). Al fine di tenere conto delle conseguenze di un aumento del debito corrente, nel caso in cui il piano di ristrutturazione si traduca in una prosecuzione degli scarsi risultati finanziari di Oltchim, l'ammontare del debito corrente stimato da R/BDO nello scenario A alla fine del primo anno ⁽¹²⁾ è stato mantenuto come importo del debito corrente da rimborsare nello scenario pessimistico relativo al piano di ristrutturazione.
- (24) Analogamente, l'imposta media calcolata per ogni possibile anno di vendita di Oltchim SPV nel periodo triennale da R/BDO per gli scenari A e B è stata mantenuta rispettivamente per lo scenario di riferimento e per quello ottimistico del piano di ristrutturazione (cfr. tabella che segue), in maniera coerente con le osservazioni presentate dalla Romania ⁽¹³⁾.
- (25) Secondo R/BDO, la ripresa delle attività di Oltchim in caso di liquidazione che prevedeva la vendita degli in situ avrebbe comportato 2,5 milioni di EUR di costi di avviamento; pertanto tali costi sono stati detratti dal prezzo offerto da un potenziale acquirente in caso di liquidazione in situ ⁽¹⁴⁾. Il 50 % di tale importo è stato modellato nello scenario di riferimento in quanto si suppone che soltanto la metà del valore degli attivi venga venduta come un gruppo funzionale e rimanga gestita come un impianto, necessitando quindi di essere riavviata, mentre si presume che il resto degli attivi venga venduto al valore di rottamazione.

⁽⁸⁾ MEDIA di 10,9 milioni di EUR nel periodo triennale valutato da R/BDO.

⁽⁹⁾ Ibidem come nota a piè di pagina 7 (Multipli globali del valore dell'impresa, gennaio 2015).

⁽¹⁰⁾ 50,34 milioni di EUR alla data del 30 novembre 2014.

⁽¹¹⁾ 66,36 milioni di EUR per lo scenario A (scenario di riferimento per la presente analisi del criterio dell'operatore in economia di mercato) e 69,52 milioni di EUR per lo scenario B (scenario ottimistico per la presente analisi del criterio dell'operatore in economia di mercato) (relazione BDO sul piano di ristrutturazione, pagina 97).

⁽¹²⁾ 70,43 milioni di EUR.

⁽¹³⁾ Sezione E, capitolo II, punto 35 delle loro osservazioni del 16 maggio 2018.

⁽¹⁴⁾ Il 50 % di tali costi è stato preso in considerazione nello scenario di riferimento nel quale si presume che soltanto una parte degli attivi di Oltchim venga rilevata in un'unica soluzione allo scopo di metterli in funzione, mentre si prevede che la parte rimanente di attivi sia venduta singolarmente.

- (26) Un creditore in un'economia di mercato neutralizzerebbe gli oneri ambientali nel raffronto tra le entrate attese da una procedura di liquidazione e quelle derivanti dal piano di ristrutturazione proposto, come sostenuto dal ragionamento di cui al considerando **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.** del documento principale della presente decisione.
- (27) Lo smantellamento dell'impianto di elettrolisi del mercurio e la bonifica del suolo (26,6 milioni di EUR), nonché l'ammodernamento degli impianti, entrambi necessari secondo R/BDO in caso di liquidazione (24,6 milioni di EUR) e «gradualmente dovuti nel caso in cui Oltchim venga mantenuta in attività», sono stati considerati neutrali nel raffronto tra lo scenario di liquidazione e il piano di ristrutturazione. Tale approccio è coerente con quello applicato agli oneri ambientali (cfr. punto (26)) rispetto a quanto segue: tali costi eccezionali dovrebbero in effetti essere presi in considerazione, da un lato, dai creditori di Oltchim SA nello scenario di liquidazione e, dall'altro, da un potenziale acquirente al momento della presentazione di un'offerta per Oltchim SPV. Le autorità rumene, al punto 10 delle osservazioni da loro presentate il 16 maggio 2018, non hanno contestato il fatto che gli offerenti dovrebbero tener conto di tali costi secondo un pari importo tanto nello scenario della liquidazione quanto in quello della ristrutturazione in caso di acquisto di tali impianti al fine di metterli in funzione. Vale la pena osservare che si tratta di un'ipotesi che impatta positivamente sulle entrate generate dal piano rispetto a quelle realizzate mediante la liquidazione dato che nello scenario di riferimento e in quello pessimistico della procedura di liquidazione tali costi di ammodernamento non sarebbero necessari in toto.
- (28) Infine, la procedura di liquidazione imporrebbe a Oltchim SA di sostenere i pagamenti compensativi dovuti ai dipendenti restanti a marzo del 2015 che dovrebbero essere licenziati nello scenario di liquidazione. Nello scenario di riferimento e in quello pessimistico, tali pagamenti sono stimati sulla base delle osservazioni presentate da R/BDO (24,6 milioni di EUR), mentre, nello scenario ottimistico, sono stati ipotizzati ammontare a 9,6 milioni di EUR sulla base della stima di Raiffeisen ⁽¹⁵⁾.
- (29) Nello scenario della ristrutturazione, si è tenuto conto di 1,5 milioni di EUR di commissioni relative ai trasferimenti di attivi sulla base della relazione di R/BDO a sostegno del piano di ristrutturazione.

3. Calcolo delle entrate nette per ciascun creditore nel contesto del piano di ristrutturazione e in quello della procedura di liquidazione

- (30) Sulla base delle ipotesi di cui sopra, le entrate aggregate nette e lorde generate dalla procedura di liquidazione e dal piano di ristrutturazione sono calcolate nelle sottosezioni in appresso.

Procedura di liquidazione

- (31) Tenendo conto delle disposizioni della legge in materia di insolvenza, in particolare degli articoli 121 e 123, è stata modellata la seguente sequenza di flussi di cassa nello scenario di liquidazione: le entrate provenienti dagli attivi assistiti da garanzie (cfr. punto [A] nella tabella che segue) vengono distribuite in via prioritaria ai creditori privilegiati, previo pagamento dei relativi costi procedurali ([C]).
- (32) Le entrate ottenute dagli attivi non vincolati vengono inizialmente utilizzate per il pagamento dei costi procedurali/di conservazione e delle retribuzioni.
- (33) In tutti e tre gli scenari, le entrate derivanti da attivi non vincolati, in seguito al pagamento dei costi procedurali e per i dipendenti, non sono sufficienti a coprire interamente il debito corrente maturato successivamente all'insolvenza, i costi di trattamento di fine rapporto o di avviamento. Di conseguenza, l'eccedenza di entrate derivanti dagli attivi assistiti da garanzie che si registra nello scenario ottimistico viene destinata a coprire tali costi. Nel caso in cui vi sia un importo residuo, quest'ultimo viene quindi ripartito tra i creditori di bilancio, conformemente al rango dei creditori previsto dall'articolo 123 della legge in materia di insolvenza. In tutti e tre gli scenari, i creditori chirografari, che si collocano dopo i dipendenti e i creditori di bilancio nella classifica dei creditori, non ottengono alcun soddisfacimento dei loro crediti.

Procedura di liquidazione			
	Scenario pessimistico Vendita ex situ (in milioni di EUR)	Scenario intermedio (in milioni di EUR)	Scenario ottimistico Vendita in situ (in milioni di EUR)
Entrate lorde (totali)	140	216,9	293,7
— da attivi assistiti da garanzie (A)	108	171,1	234,2
— da attivi non vincolati (B)	32	45,8	59,5

⁽¹⁵⁾ Raiffeisen stimava nel 2009 a 58 milioni RON i pagamenti compensativi dovuti in caso di licenziamento dei dipendenti presenti sul libro paga di Oltchim alla fine del 2008. Ciò significa 74,3 milioni di RON di pagamenti compensativi dovuti in caso di licenziamento dei dipendenti alla fine del 2014 adeguando il primo importo in considerazione: i) dell'inflazione del 4,22 % in termini di tasso di crescita annuo medio tra il 2008 e il 2014 (calcolato sulla base dei dati annuali sull'inflazione di Eurostat); ii) della diminuzione dell'organico di Oltchim da 4 204 dipendenti alla fine del 2008 a 2 345 alla fine del 2014 (fonte: Bloomberg).

Procedura di liquidazione			
	Scenario pessimistico Vendita ex situ (in milioni di EUR)	Scenario intermedio (in milioni di EUR)	Scenario ottimistico Vendita in situ (in milioni di EUR)
Costi procedurali (UNPIR) e costi di garanzia/conservazione/amministrazione degli attivi	(15,9)	(18,4)	(20,9)
— relativi ad attivi assistiti da garanzie (C)	(13,2)	(15,9)	(18,5)
— relativi ad attivi non vincolati (D)	(2,7)	(2,5)	(2,4)
Crediti vantati da dipendenti (soddisfatti prima del debito corrente) (E) tra gli attivi non vincolati	(2,1)	(2,1)	(2,1)
Debito corrente da rimborsare, indennità di fine rapporto, costi di avviamento (F)	(75,2)	(76,5)	(62,4)
Tasso di copertura del debito corrente rispetto alle entrate complessive al netto del rimborso dei costi procedurali, delle retribuzioni e dei crediti privilegiati basati su attivi assistiti da garanzie e dei costi di trattamento di fine rapporto/avviamento	29,1 %	44 %	114 %
Entrate nette:			
— da attivi assistiti da garanzie ($\Omega = A-C$)	94,8	155,2	215,7
— da attivi non vincolati ($\Phi = B-D-E-F$)	(49,3)	(37,1)	(9,7)
Soddisfacimento dei creditori (diversi dai dipendenti)			
Creditori privilegiati (G), di cui:	94,8	155,2	195,8
— tranche garantita dell'AAAS	1	1,7	2,1
— tranche garantita di Electrica	21,4	35,7	44,2
— Salrom	1,7	2,7	3,47
Creditori di bilancio, di cui:	0	0	10,1 (= $\Omega + \Phi - G$)
— AAAS	0	0	9,5
— Ente rumeno per l'acqua	0	0	0,7
Creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza, di cui:	0	0	0
CET Govora	0	0	0
Ente nazionale per l'acqua	0	0	0
Altri creditori chirografari	0	0	0
Salrom	0	0	0

- (34) Nelle loro osservazioni del 16 maggio 2018, le autorità rumene non hanno detratto il debito corrente dalle entrate generate dalla liquidazione nella loro simulazione (contrariamente a quanto fatto per le entrate generate dalla vendita di Oltchim SPV). Sebbene tale omissione delle autorità rumene sembri essere errata, nel caso in cui un operatore in economia di mercato avesse preso in considerazione tale ipotesi, avrebbe riscontrato che le entrate per i diversi creditori antecedenti l'insolvenza in caso di liquidazione sarebbero state addirittura superiori a quelle riportate nella tabella precedente, come evidenziato in appresso:

Procedura di liquidazione (in assenza di deduzione preliminare dei debiti correnti)			
	Scenario pessimistico Vendita ex situ (in milioni di EUR)	Scenario intermedio (in milioni di EUR)	Scenario ottimistico Vendita in situ (in milioni di EUR)
Entrate lorde (totali)	140	216,9	293,7
— da attivi assistiti da garanzie (A)	108	171,1	234,2
— da attivi non vincolati (B)	32	45,8	59,5
Costi procedurali (UNPIR) e costi di garanzia/conservazione/amministrazione degli attivi	(15,9)	(18,4)	(20,9)
— relativi ad attivi assistiti da garanzie (C)	(13,2)	(15,9)	(18,5)
— relativi ad attivi non vincolati (D)	(2,7)	(2,5)	(2,4)
Crediti vantati da dipendenti (soddisfatti prima del debito corrente) (E) da attivi non vincolati	(2,1)	(2,1)	(2,1)
Pagamenti di trattamento di fine rapporto, costi di avviamento (F)	(24,9)	(26,2)	(12,1)
Entrate nette:			
— da attivi assistiti da garanzie ($\Omega = A - C$)	94,8	155,2	215,7
— da attivi non vincolati ($\Phi = B - D - E - F$)	1,1	13,2	40,6
Soddisfacimento dei creditori (diversi dai dipendenti)			
Creditori privilegiati (G), di cui:	94,8	155,2	195,8
— tranche garantita dell'AAAS	1	1,7	2,1
— tranche garantita di Electrica	21,4	35,7	44,2
— Salrom	1,7	2,7	3,47
Creditori di bilancio, di cui:	1,1	13,2	60,5 (= $\Omega + \Phi - G$)
— AAAS	1,0	12,4	56,6
— Ente rumeno per l'acqua	0,1	0,9	3,9
Creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza, di cui:	0	0	0
CET Govora	0	0	0
Ente nazionale per l'acqua	0	0	0
Altri creditori chirografari	0	0	0
Salrom	0	0	0

Piano di ristrutturazione

- (35) Le entrate generate dalla vendita di Oltchim SPV sono state allocate nell'ordine seguente nel piano di ristrutturazione: esse vengono utilizzate innanzitutto per soddisfare il debito corrente, incluso il rimborso del costo dei trasferimenti di attivi e dei costi procedurali (UNPIR), nonché le imposte sull'utile realizzato ai sensi dell'articolo 102, primo comma, della legge in materia di insolvenza.

- (36) Negli scenari considerati risulta che le entrate lorde del piano sarebbero state inferiori al minimo previsto nel piano di ristrutturazione, pari a 295 milioni di EUR. Secondo il piano di ristrutturazione (cfr. in particolare la relazione BDO, pagina 101) e sulla base delle spiegazioni fornite dalle autorità rumene il 16 maggio 2018, la ripartizione prevista del potenziale importo residuo netto (al netto dei costi procedurali e dei debiti correnti) è la seguente: il 70 % dell'importo netto viene corrisposto ai creditori privilegiati; i dipendenti ricevono il 100 % dei loro crediti antecedenti l'insolvenza; quindi l'importo residuo viene corrisposto ai fornitori essenziali fino a concorrenza del limite del 30 % del loro credito iniziale, mentre il potenziale importo residuo a questo punto viene versato ai creditori di bilancio. **Nello scenario che segue non risulta esservi alcun importo residuo disponibile in quanto soltanto i titolari del credito corrente recuperano parte dei loro crediti attraverso le entrate generate dalla vendita di Oltchim SPV.**

Piano di ristrutturazione – Metodologia dei multipli dell'EBITDA			
	Scenario ottimistico (Scenario B) (in milioni di EUR)	Scenario intermedio (Scenario A) (in milioni di EUR)	Scenario pessimistico (in milioni di EUR)
Valore dell'impresa, sulla base di:	73,5	34,3	17,2
EBITDA	10,9	6,9	3,4
Multiplo dell'EBITDA	6,7	5,0	5,0
Debito corrente (incluso debito maturato in seguito all'insolvenza nei confronti dei dipendenti), costo dei trasferimenti di attivi e costi UNPIR	(72,5)	(68,5)	(72,2)
Tasso di copertura del debito corrente rispetto alle entrate al netto dei costi UNPIR, delle commissioni per i trasferimenti di attivi e delle imposte	102 %	48 %	22 %
Imposta sui redditi ottenuti	(7,8)	(7,4)	(3,7) ⁽¹⁾
Entrate nette	0	0	0
Soddisfacimento dei creditori			
Dipendenti	0	0	0
Creditori privilegiati, di cui:	0	0	0
— <i>tranche garantita dell'AAAS</i>	0	0	0
— <i>tranche garantita di Electrica</i>	0	0	0
— <i>Salrom</i>	0	0	0
Creditori di bilancio, di cui:	0	0	0
— AAAS	0	0	0
— <i>Ente nazionale per l'acqua</i>	0	0	0
Creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza, di cui:	0	0	0
<i>CET Govora</i>	0	0	0
Altri creditori chirografari	0	0	0
<i>Salrom</i>	0	0	0

⁽¹⁾ Valore presupposto essere pari al 50 % dell'imposta sul reddito nello scenario di riferimento considerando che le entrate vengono divise per due tra lo scenario di riferimento e quello pessimistico.

Valutazione alternativa delle entrate nel piano di ristrutturazione - Modello di attualizzazione dei dividendi

- (37) Un operatore in economia di mercato vorrebbe verificare ulteriormente questi risultati facendo ricorso al modello di attualizzazione dei dividendi (*dividend discount model*, DDM), un altro strumento di valutazione frequentemente utilizzato dagli investitori privati. Il prezzo delle azioni di Oltchim SPV potrebbe essere valutato considerando il flusso di cassa dei dividendi attesi dal punto di vista di un investitore.

- (38) Il valore dell'impresa può essere calcolato come segue:

$$EV = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{(Utile_1 \times \text{Tasso di distribuzione dei dividendi}) \times (1 + g)^i}{(1 + WACC)^i}$$

Dove:

Utile₁ può essere calcolato come l'utile (reddito netto) che può essere ragionevolmente previsto in seguito al completamento della ristrutturazione delle operazioni di Oltchim SPV;

Tasso di distribuzione dei dividendi è la quota degli utili che viene distribuita agli azionisti;

g è il tasso di crescita applicabile agli operatori diversificati del settore chimico in quel momento;

WACC è il costo medio ponderato del capitale settoriale pertinente.

- (39) Analogamente a quanto detto per la valutazione del valore dell'impresa basata sui multipli dell'EBITDA, un operatore in economia di mercato avrebbe presunto quanto segue:
- in uno scenario di **riferimento**, si può realisticamente presumere che l'Utile₁ corrisponda all'utile medio calcolato da R/BDO nella loro relazione sulla ristrutturazione per il periodo triennale di cui allo scenario A (5,7 milioni di EUR), periodo entro il quale era prevista la vendita di Oltchim SPV;
 - in uno scenario **pessimistico**, si può realisticamente presumere che l'Utile₁ corrisponda alla metà dell'utile previsto nello scenario di riferimento (2,85 milioni di EUR);
 - in uno scenario **ottimistico**, si può realisticamente presumere che l'Utile₁ corrisponda all'utile medio calcolato da R/BDO nella loro relazione sulla ristrutturazione per il periodo triennale entro il quale era prevista la vendita di Oltchim SPV nello scenario B (7,0 milioni di EUR).
- (40) In tutti e tre gli scenari, il tasso di crescita **g** è stato assunto essere pari al 4,0 % ⁽¹⁶⁾ (in termini di valore), il tasso di distribuzione è stato considerato essere pari al 46,56 % ⁽¹⁷⁾, mentre il costo medio ponderato del capitale (cfr. nota 7) è stato ipotizzato essere pari all'11,58 %. Il tasso di distribuzione presunto è stato relativamente ottimistico per tutti gli scenari considerando le elevate esigenze di investimento che Oltchim richiedeva all'epoca.
- (41) La formula di cui sopra può essere semplificata come segue:

$$EV = \frac{(Utile_1 \times \text{Tasso di distribuzione dei dividendi}) \times (1 + g)}{WACC - g} = 6,39 \times Utile_1$$

- (42) Sulla base del modello di attualizzazione dei dividendi, un creditore in un'economia di mercato avrebbe calcolato le seguenti stime del valore dell'impresa per Oltchim SPV:

Piano di ristrutturazione – Modello di attualizzazione dei dividendi (DDM)			
	Scenario ottimistico (Scenario B) (in milioni di EUR)	Scenario intermedio (Scenario A) (in milioni di EUR)	Scenario pessimistico (in milioni di EUR)
Valore dell'impresa, <i>basato sul DDM</i> :	44,7	36,4	18,2
Debito corrente (incluso debito maturato in seguito all'insolvenza nei confronti dei dipendenti), costo dei trasferimenti di attivi e costi UNPIR	(72,5)	(68,5)	(72,2)
Imposta sui redditi ottenuti	(7,8)	(7,4)	(7,0)
Entrate nette	0	0	0
Soddisfacimento dei creditori			
Dipendenti	0	0	0

⁽¹⁶⁾ Tasso di crescita annuo medio basato sulla banca dati del professor Damodaran alla data del 5 gennaio 2015; la crescita media aggregata del reddito netto per le imprese diversificate del settore chimico nei precedenti 5 anni era pari al 21,49 %.

Fonte: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html.

⁽¹⁷⁾ Ibidem, esborso medio per gli azionisti di imprese diversificate del settore chimico. Studio datato 5 gennaio 2015.

Piano di ristrutturazione – Modello di attualizzazione dei dividendi (DDM)			
	Scenario ottimistico (Scenario B) (in milioni di EUR)	Scenario intermedio (Scenario A) (in milioni di EUR)	Scenario pessimistico (in milioni di EUR)
Creditori privilegiati, di cui:	0	0	0
— <i>tranche garantita dell'AAAS</i>	0	0	0
— <i>tranche garantita di Electrica</i>	0	0	0
— <i>Salrom</i>	0	0	0
Creditori di bilancio, di cui:	0	0	0
— <i>AAAS</i>	0	0	0
— <i>Ente rumeno per l'acqua</i>	0	0	0
Creditori chirografari ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza, di cui:	0	0	0
<i>CET Govora</i>	0	0	0
<i>Ente nazionale per l'acqua</i>	0	0	0
Altri creditori chirografari	0	0	0
<i>Salrom</i>	0	0	0

- (43) Questa valutazione basata sul modello di attualizzazione dei dividendi conferma che nello scenario della ristrutturazione, un operatore in economia di mercato avrebbe considerato che non vi fosse alcun importo residuo disponibile tale da consentire alcun recupero dalla vendita di Oltchim SPV, anche qualora detta vendita si fosse verificata, dato che soltanto i titolari del debito corrente avrebbero recuperato parte dei loro crediti dalla vendita di Oltchim SPV.

4. Risultati dell'analisi del criterio dell'operatore in economia di mercato per ciascuna categoria di creditori e analisi di sensitività

Creditori privilegiati

- (44) In conclusione, sulla base dei calcoli di cui sopra, i creditori privilegiati conseguirebbero in tutti e tre gli scenari relativi alla procedura di liquidazione dei recuperi positivi compresi tra 94,8 milioni di EUR e 195,8 milioni di EUR, mentre con riferimento alle entrate generate dal piano di ristrutturazione non vi sarebbe alcuna eccedenza disponibile, in quanto le entrate non sarebbero sufficienti a pagare l'intero ammontare del debito corrente e i costi procedurali, ai sensi tanto della metodologia dei multipli dell'EBITDA quanto di quella del modello di attualizzazione dei dividendi. Di conseguenza, i **creditori privilegiati operanti in qualità di creditori in un'economia di mercato avrebbero preferito la procedura di liquidazione, dal punto di vista del loro credito assistito da garanzie su base individuale.**
- (45) Tale conclusione è corroborata dalla seguente analisi di sensitività: anche applicando un multiplo dell'EBITDA ottimistico di 6,7x (cfr. punto (20)), sarebbe stato necessario un EBITDA minimo di pareggio pari a circa 32,5 milioni di EUR (ossia circa tre volte l'EBITDA relativo allo scenario ottimistico del piano di ristrutturazione) per fare in modo che il valore di Oltchim SPV raggiunga un importo (219 milioni di EUR) che consenta ai creditori privilegiati di ottenere maggiori entrate nel contesto del piano di ristrutturazione rispetto allo scenario pessimistico legato alla procedura di liquidazione (ossia entrate per i creditori privilegiati pari a 94,8 milioni di EUR).
- (46) Un creditore operante in un'economia di mercato avrebbe rilevato che tale EBITDA di pareggio pari a 32,5 milioni di EUR (che garantiva entrate dal piano superiori a quelle della liquidazione) era irrealistico essendo decisamente più elevato rispetto a quello del summenzionato scenario ottimistico (10,9 milioni di EUR), costruito sulla base di una valutazione delle attività di Oltchim. Inoltre, la stima delle entrate generate dal piano, calcolata dal curatore designato dall'organo giurisdizionale e pari a 295/306 milioni di EUR, implicava che un acquirente sarebbe stato disposto a considerare Oltchim in grado di conseguire un EBITDA ancora più elevato (circa 44 milioni di EUR annui di EBITDA, sulla base di un ottimistico multiplo dell'EBITDA di 6,7 x), circostanza che era ancora più irrealistica.
- (47) **Di conseguenza un creditore privilegiato disposto a massimizzare le proprie entrate avrebbe preferito avviare la procedura di liquidazione.**

Creditori di bilancio

- (48) In due dei tre scenari le entrate della procedura di liquidazione sono insufficienti a rimborsare, anche parzialmente, eventuali crediti vantati dai creditori di bilancio. Tuttavia, nello scenario ottimistico della procedura di liquidazione i creditori di bilancio riuscirebbero a recuperare 10 milioni di EUR. Per contro, nessuno dei tre scenari per il piano di ristrutturazione si traduce in distribuzioni a favore dei creditori di bilancio e a tale aspetto si aggiunge il rischio sostanziale di esito negativo della vendita di Oltchim SPV sulla base dei precedenti tentativi falliti di privatizzazione e dell'aumento dei debiti correnti in seguito all'apertura dell'insolvenza (cfr. punto (52)).
- (49) Inoltre, anche nel caso di proventi molto bassi, evidenziati dallo scenario pessimistico e di riferimento relativi alla procedura di liquidazione, in caso di liquidazione i creditori di bilancio verrebbero soddisfatti prima del debito maturato precedentemente l'insolvenza dai fornitori essenziali ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza, mentre verrebbero soddisfatti dopo detti fornitori nel contesto del piano di ristrutturazione.
- (50) **Di conseguenza, creditori di bilancio operanti in qualità di creditori in un'economia di mercato avrebbero appoggiato la procedura di liquidazione dal punto di vista del loro credito di bilancio su base individuale.**

Creditori chirografari

- (51) I creditori chirografari non garantiti, compresi i fornitori essenziali, non recupererebbero nessuno dei loro crediti registrati in tali due categorie né in alcuno degli scenari relativi alla procedura di liquidazione, né in alcuno degli scenari relativi al piano di ristrutturazione.
- (52) Anche confrontando gli scenari nei quali le entrate attese erano pari a zero tanto per la liquidazione quanto per la ristrutturazione, un operatore in economia di mercato avrebbe preferito la liquidazione rispetto alla ristrutturazione, al fine di evitare l'ulteriore accumulo di debito corrente in un contesto di generazione incerta di nuove entrate sufficienti nel contesto del piano. Un comportamento di questo tipo sarebbe stato coerente con quello di DGFP Craiova la quale, durante la riunione dell'assemblea dei creditori nell'agosto 2016, ha menzionato la sua opposizione all'estensione del periodo di ristrutturazione all'epoca per evitare un aumento dei debiti correnti, secondo le osservazioni presentate da PCC, circostanza questa che ha dimostrato che indipendentemente dal fatto che DGFP Craiova appartenesse tanto ai creditori privilegiati quanto ai creditori di bilancio, il rischio di deviazione del debito corrente durante il periodo di ristrutturazione era valutato essere effettivo.
- (53) Inoltre, i costi amministrativi e legali sostenuti dai creditori per perseguire il monitoraggio della loro esposizione nel contesto del piano di ristrutturazione sarebbero stati più elevati rispetto a quelli della procedura di liquidazione, la cui durata era prevista essere più breve.
- (54) **Di conseguenza, i creditori chirografari operanti in qualità di creditori in un'economia di mercato avrebbero preferito la procedura di liquidazione dal punto di vista di tali crediti su base individuale al fine di evitare un accumulo ulteriore di debiti.**

5. Conclusione in merito all'analisi del principio del creditore operante in economia di mercato

- (55) A conclusione della presente analisi del principio del creditore operante in economia di mercato, in particolare sulla base dei punti (47) e (50) del presente allegato tecnico, **l'AAAS, che detiene crediti assistiti da garanzie e crediti di bilancio, avrebbe dovuto appoggiare la liquidazione (così come ha fatto un altro creditore titolare tanto di crediti assistiti da garanzie quanto di crediti di bilancio, ossia DGFP Craiova) qualora avesse agito come un operatore in economia di mercato e, di conseguenza, ha concesso un vantaggio ad Oltchim ai sensi della misura 3, corrispondente alla cancellazione parziale concordata del suo credito (tra 211 e 216 milioni di EUR).**
- (56) Sulla base dei punti (47) e (54) del presente allegato tecnico, **Electrica, che detiene tanto crediti assistiti da garanzie quanto crediti non vincolati, avrebbe dovuto appoggiare la liquidazione qualora avesse agito come un operatore in economia di mercato e, di conseguenza, ha concesso un vantaggio ad Oltchim ai sensi della misura 3, corrispondente alla cancellazione parziale concordata del suo credito (tra 110 milioni di EUR e 112 milioni di EUR).**
- (57) Sulla base dei punti (50) e (54) del presente allegato tecnico, **l'Ente nazionale rumeno per l'acqua, che detiene soltanto crediti di bilancio e crediti non vincolati ai sensi dell'articolo 96 della legge in materia di insolvenza avrebbe dovuto appoggiare la liquidazione qualora avesse agito come un operatore in economia di mercato e, di conseguenza, ha concesso un vantaggio ad Oltchim ai sensi della misura 3, corrispondente alla cancellazione parziale concordata del suo credito (2 milioni di EUR).**

- (58) Inoltre, le considerazioni di cui sopra tendono a indicare che Salrom avrebbe dovuto anch'essa appoggiare la liquidazione al fine di massimizzare le sue entrate. Questo è anche il caso di CET Govora, basandosi rigorosamente su tali considerazioni.
- (59) Per quanto concerne CET Govora e Salrom, oltre ai loro crediti non vincolati, le due imprese erano esposte nei confronti di Oltchim anche in veste di titolari di crediti correnti maturati in seguito all'apertura dell'insolvenza. Di conseguenza avrebbero potuto altresì considerare il loro potenziale recupero tramite i loro crediti derivanti dal debito corrente. I calcoli (cfr. tabelle di cui sopra) mostrano che i tassi di copertura del debito corrente erano in media più elevati nello scenario di liquidazione (71 %) rispetto a quello del piano di ristrutturazione (57 %).
- (60) **Per quanto concerne Salrom, sulla base dei punti (54) e (59) del presente allegato tecnico, la conclusione in base alla presente analisi del criterio dell'operatore in economia di mercato è che qualora avesse agito come un operatore in economia di mercato tale impresa avrebbe dovuto appoggiare la liquidazione e, di conseguenza, ha concesso ad Oltchim un vantaggio economico corrispondente alla cancellazione concordata del suo credito (4 milioni di EUR).**
- (61) Per quanto riguarda CET Govora, occorre tenere conto dei vincoli specifici di questo creditore: un operatore in economia di mercato che si fosse trovato nella situazione di CET Govora avrebbe considerato l'assenza di entrate tanto nel contesto della liquidazione quanto in quello del piano di ristrutturazione e avrebbe messo sul piatto della bilancia il rischio di aumentare la propria esposizione nei confronti di Oltchim SA nel contesto del piano di ristrutturazione rispetto alle circostanze molto speciali in questione in relazione alla propria sopravvivenza, in ragione della sua notevole interdipendenza con Oltchim (superiore a quella di Salrom). Di conseguenza tale operatore in economia di mercato potrebbe aver appoggiato il piano di ristrutturazione.
- (62) **In considerazione di queste ultime constatazioni, la conclusione della presente analisi del criterio dell'operatore in economia di mercato è che il comportamento di CET Govora sia stato conforme a tale criterio per quanto riguarda il suo voto favorevole al piano.**
-