

**DECYZJA KOMISJI****z dnia 20 marca 2013 r.****w sprawie pomocy państwa nr SA. 33113 (2012/C) (ex 2011/NN, 2011/CP) udzielonej przez Polskę przedsiębiorstwu Nauta S.A.***(notyfikowana jako dokument nr C(2013) 1522)***(Jedynie tekst w języku polskim jest autentyczny)****(Tekst mający znaczenie dla EOG)**

(2013/528/UE)

KOMISJA EUROPEJSKA

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w szczególności jego art. 108 ust. 2 akapit pierwszy,

uwzględniając Porozumienie o Europejskim Obszarze Gospodarczym, w szczególności jego art. 62 ust. 1 lit a),

po wezwaniu zainteresowanych stron do przedstawienia uwag, zgodnie z przywołanymi powyżej przepisami <sup>(1)</sup>,

a także mając na uwadze, co następuje:

**I. PROCEDURA**

- (1) W dniu 6 listopada 2008 r. Komisja przyjęła dwie decyzje o odzyskaniu pomocy <sup>(2)</sup> w odniesieniu do niezgodnej z prawem pomocy państwa na rzecz stoczni w Gdyni i Szczecinie (zwanymi dalej „Stocznią Gdynia” i „Stocznią Szczecińską”) umożliwiające zastosowanie szczególnej procedury zbycia. Władze polskie miały możliwość zbycia aktywów stoczni w pakietach w drodze otwartych, przejrzystych, bezwarunkowych i niedyskryminujących procedur przetargowych.
- (2) Kontynuując proces odzyskiwania środków, Komisja zażądała wyjaśnień dotyczących procedur przetargowych. Wniosek o udzielenie informacji został przesłany przez Komisję dnia 10 czerwca 2010 r., a władze polskie ustosunkowały się do niego w dniu 9 lipca 2010 r., przesyłając dalsze informacje w dniach 30 lipca 2010 r., 3 września 2010 r., 4 października 2010 r. i 16 grudnia 2011 r.
- (3) Komisja spotkała się z władzami polskimi w dniach 15 lipca 2010 r., 10 września 2010 r., 22 października 2010 r. i 6 grudnia 2011 r. Wymiana pism w sprawie

postępowania likwidacyjnego pomiędzy wiceprzewodniczącym Joaquínem Almuníą i polskim ministrem skarbu Aleksandrem Gradem miała miejsce w dniach 28 czerwca 2011 r., 18 lipca 2011 r., 7 października 2011 r. oraz 25 października 2011 r.

- (4) Pismem z dnia 25 stycznia 2012 r. Komisja poinformowała Polskę, że podjęła decyzję o wszczęciu postępowania określonego w art. 108 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (zwanego dalej „Traktatem” lub „TFUE”) w odniesieniu do nabycia niektórych aktywów Stoczni Gdynia przez Stoczní Remontową Nauta S.A. (zwaną dalej „Nautą” lub „spółką”).
- (5) Decyzja o wszczęciu postępowania została opublikowana w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* <sup>(3)</sup>. Strony trzecie nie przekazały Komisji żadnych uwag dotyczących omawianych środków.
- (6) Polska przekazała swoje uwagi w dniu 27 lutego 2012 r., a następnie przesłała dalsze informacje w dniach 26 października 2012 r., 8 listopada 2012 r. i 5 grudnia 2012 r.

**II. OPIS****1. BENEFICJENT**

- (7) Nauta, utworzona w 1926 r., jest jedną z najstarszych polskich stoczni. W latach 1945–2010 Nauta prowadziła działalność jako przedsiębiorstwo będące w całości i bezpośrednio własnością Skarbu Państwa. W dniu 28 października 2009 r. podpisano akt notarialny, na mocy którego państwowa Agencja Rozwoju Przemysłu (zwana dalej „ARP”) nabyła 93,15 % akcji Nauty za kwotę [80-140] (\*) mln PLN <sup>(4)</sup> (ok. [20-35] mln EUR <sup>(5)</sup>). Transakcja ta została ostatecznie zrealizowana

<sup>(1)</sup> Dz.U. C 213 z 19.7.2012, s. 30.<sup>(2)</sup> Decyzja Komisji z dnia 6 listopada 2008 r. w sprawie pomocy państwa C 19/05 (ex N 203/05) udzielonej przez Polskę dla Stoczni Szczecińskiej, Dz.U. L 5 z 8.1.2010, s. 1, i decyzja Komisji z dnia 6 listopada 2008 r. w sprawie pomocy państwa C 17/05 (ex N 194/05 i PL 34/04) udzielonej przez Polskę dla Stoczni Gdynia, Dz.U. L 33 z 4.2.2010, s. 1.<sup>(3)</sup> Zobacz przypis nr 1.

(\*) Informacje poufne.

<sup>(4)</sup> Zgodnie z wyceną rzeczoznawcy z kwietnia 2009 r. wartość Nauty została oszacowana na [90-150] mln PLN, a zgodnie ze zaktualizowaną wersją z dnia 21 kwietnia 2010 r. – na [90-150 mln PLN].<sup>(5)</sup> 1EUR= ok. 4PLN.

dnia 12 stycznia 2010 r., kiedy to Skarb Państwa dokonał przekazania akcji Nauty na rzecz ARP, w wyniku czego ARP stała się większościami akcjonariuszem Nauty<sup>(6)</sup>.

- (8) Podstawowym obszarem działalności spółki są remonty i przebudowy małych i średnich statków. Nauta zajmuje się też budową małych specjalistycznych jednostek pływających oraz produkcją konstrukcji stalowych.
- (9) Nauta jest spółką dominującą grupy składającej się z 13 spółek zależnych i powiązanych. Działalność spółek

zależnych i powiązanych związana jest głównie z przemysłem stoczniowym. Nauta działa w ramach grupy jako centrum zarządzające w zakresie: marketingu, pozyskiwania zamówień, utrzymania w pełnej gotowości systemów energetycznych i innych niezbędnych zasobów oraz zarządzania projektami.

- (10) W tabeli 1 przedstawiono wybrane dane finansowe dla Nauty w okresie przed emisją obligacji (zob. pkt 19 poniżej; „przed transakcją”) oraz po niej („po transakcji”).

Tabela 1

## Wybrane dane finansowe dla Nauty w latach 2006–2011

(w tys. PLN)

	Dane z okresu przed transakcją				Dane z okresu po transakcji	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Przychody ze sprzedaży	127 121	87 954	136 988	93 576	94 666	163 817
Koszty	114 538	81 546	132 528	84 305	76 495	138 900
Zysk ze sprzedaży	12 583	6 408	4 460	9 271	18 171	24 916
Rentowność sprzedaży	9,9 %	7,3 %	3,3 %	9,9 %	19,2 %	15,2 %
Pozostałe przychody operacyjne	5 448	533	545	1 361	4 005	78 038
Pozostałe koszty operacyjne	561	26	1 026	126	21 989	1 978
Przychody finansowe	3 628	5 085	9 334	2 317	7 990	542
Koszty finansowe	1 441	639	13 236	12 554	17 474	12 479
Zysk/strata brutto	19 123	11 363	83	285	- 38 514	53 468
Zysk/strata netto	14 294	8 318	248	531	- 33 308	44 091

- (11) Sytuacja finansowa spółki uległa pogorszeniu w latach 2009 i 2010 ze względu na światowy kryzys finansowy i wahania kursów walut. Oprócz tego w roku 2010 spółka utworzyła rezerwę na modernizację aktywów nabytych w roku 2009 (zob. pkt 17 poniżej), co przyczyniło się do wzrostu pozostałych kosztów operacyjnych.

## 2. STRATEGIA BIZNESOWA BENEFICJENTA NA LATA 2009–2012

## 2.1. KRÓTKI OPIS STRATEGII BIZNESOWEJ BENEFICJENTA

- (12) Według władz polskich strategię biznesową Nauty na lata 2009-2012 można podzielić na kilka etapów:

a) wyemitowanie przez Nautę obligacji o wartości 120 mln PLN (ok. 30 mln EUR), objętych przez ARP;

b) nabycie przez Nautę aktywów Stoczni Gdynia;

c) przeniesienie przez Nautę miejsca prowadzenia działalności na obszar, na którym położone są nabyte aktywa;

d) sprzedaż gruntów, na których Nauta prowadzi obecnie działalność;

e) wykup obligacji od ARP najpóźniej w listopadzie w 2011 r.

<sup>(6)</sup> Pozostałe 6,85 % kapitału akcyjnego spółki należało do Ministerstwa Skarbu Państwa. Dnia 30 września 2010 r. ARP przekazała posiadane akcje Nauty swojej spółce zależnej MS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych (zwanej dalej „MS TFI”). Dnia 25 października 2010 r. MS TFI dokonało przeniesienia wspomnianych akcji do swego subfunduszu pod nazwą MARS Fundusz Inwestycyjny Zamknięty. W wyniku powyższych operacji ARP pozostała większościami akcjonariuszem Nauty. Mniejszościami akcjonariuszami Nauty są obecnie jej pracownicy (3,19 %) oraz Ministerstwo Skarbu Państwa (3,66 %).

## 2.2. WYCENY GRUNTÓW, NA KTÓRYCH NAUTA OBECNIE PROWADZI DZIAŁALNOŚĆ

- (13) Spółka jest właścicielem gruntów, na których obecnie prowadzi działalność. Grunty te położone są w centrum Gdyni i obejmują 84 497 metrów kwadratowych. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez władze polskie spółka, jako przesłankę ekonomiczną transakcji nabycia aktywów Stoczni Gdynia, przytacza założenie, że zgodnie z uchwałą nr XVII/400/08 Rady Miasta Gdyni z dnia 27 lutego 2008 r. w sprawie uchwalenia „Studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego Gdyni” (zwanego dalej „studium”) grunty, na których spółka obecnie prowadzi działalność, miały zmienić przeznaczenie z przemysłowego na biznesowo-usługowe („nieprzemysłowe” lub „komercyjne”).
- (14) Według władz polskich w świetle studium i trwającego obecnie procesu zmiany miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego miasta Gdyni szacunkowa rynkowa wartość gruntów w roku 2011 wyniosła [ $> 2$ ] tys. PLN ([ $> 500$ ] EUR) za metr kwadratowy, tj. [ $> 168$ ] mln PLN ([ $> 42$ ] mln EUR).
- (15) Jedyną wycenę tych gruntów przed transakcją przeprowadził w dniu 21 października 2009 r. biegły rzeczoznawca majątkowy [...]. Zgodnie z tą wyceną ich wartość szacuje się na [ $> 168$ ] mln PLN ([ $> 42$ ] mln EUR), co odpowiada kwocie [ $> 1,9$ ] tys. PLN ([ $> 475$ ] EUR) za metr kwadratowy. Wycenę tę sporządzono przy założeniu, że miejscowy plan zagospodarowania przestrzennego miasta Gdyni ulegnie zmianie, w wyniku czego grunty mogłyby zostać sprzedane jako przeznaczone na cele komercyjne.
- (16) Inne wyceny zostały przeprowadzone *ex post* w latach 2010 i 2011. W tabeli 2 przedstawiono podsumowanie wszystkich wycen (zarówno *ex ante* jak i *ex post*) przeprowadzonych przez niezależnych rzeczoznawców majątkowych.

Tabela 2

### Wartość gruntów będących własnością Nauty według wycen przeprowadzonych przez niezależnych rzeczoznawców majątkowych

Data wyceny	Założenia dotyczące użytkowania gruntów	Szacunkowa wartość całkowita w PLN	Szacunkowa wartość metra kwadratowego w PLN
Przed transakcją			
21.10.2009	Nieprzemysłowe	[ $> 168\ 000\ 000$ ]	[ $> 1\ 900$ ]
Po transakcji			
8.12.2010	Nieprzemysłowe	[ $> 130\ 000\ 000$ ]	[ $> 1\ 500$ ]
4.10.2011	Przemysłowe	[ $> 70\ 000\ 000$ ]	[ $> 800$ ]
17.10.2011	Nieprzemysłowe	[ $> 140\ 000\ 000$ ]	[ $> 1\ 700$ ]

## 2.3. NABYCIE AKTYWÓW STOCZNI GDYNIA

- (17) W celu wykonania decyzji Komisji w sprawie odzyskania niezgodnej z prawem pomocy państwa na rzecz Stoczni Gdynia z listopada 2008 r. umożliwiającej zastosowanie szczególnej procedury zbycia władze polskie zorganizowały przetargi nieograniczone w celu zbycia aktywów Stoczni Gdynia. W listopadzie 2009 r. Nauta nabyła niektóre z tych aktywów (zwanymi dalej „nabytymi aktywami”) w drodze przetargu nieograniczonego, za kwotę 57,7 mln PLN (14 mln EUR), co obejmuje:
- a) obszar montażowy (2 nabrzeża z infrastrukturą, hala prefabrykacyjna, dźwigi, obiekty socjalne dla pracowników, w tym stołówka), za które zapłaciła kwotę 34,6 mln PLN;
- b) obszar zewnętrzny (wyposażony w dźwigi używane do produkcji odcinków trójwymiarowych) za 5 mln PLN;
- c) część budynku oraz infrastrukturę montażową wraz z dźwigami, w tym dwie hale produkcyjne, za 18,1 mln PLN.
- (18) Zakup został sfinansowany w drodze emisji dwuletnich obligacji objętych przez ARP. Efektywna roczna stopa oprocentowania tych obligacji wynosiła 5,28 %. Obligacje te nie zostały wykupione przez Nautę w początkowo wyznaczonym terminie, czyli 30 listopada 2011 r. ARP zgodziła się przedłużyć termin wykupu obligacji do 30 listopada 2013 r., przy czym ich roczna stopa oprocentowania uległa podwyższeniu do 8,46 %.

## 3. OPIS ŚRODKÓW

### Środek pierwszy

- (19) Zakup aktywów sfinansowano w drodze emisji dwuletnich obligacji objętych przez ARP za kwotę 120 mln PLN (30 mln EUR) (<sup>7)</sup>, oprocentowanych według efektywnej rocznej stopy oprocentowania wynoszącej 5,28 % (5,15 % w pierwszym roku i 5,42 % w drugim roku), z terminem zapadalności przypadającym 30 listopada 2011 r. (dalej „środek pierwszy” lub „transakcja”). Zabezpieczenie dla emisji tych obligacji stanowiła hipoteka na gruntach, na których spółka prowadziła działalność (patrz podpunkt 2.2 powyżej). Nauta zamierzała dokonać wykupu obligacji z przychodu ze sprzedaży tych gruntów.

(<sup>7</sup>) Przychód z emisji obligacji miał sfinansować nie tylko nabycie aktywów, ale także ich remont i modernizację w zakresie uznanym za niezbędny do przeniesienia przez Nautę miejsca prowadzenia działalności do nowej lokalizacji. Wartość wyemitowanych obligacji przewyższała wartość nabytych aktywów, aby umożliwić sfinansowanie tych dodatkowych wydatków.

**Środek drugi**

- (20) Ponieważ nowa lokalizacja, do której planowano przenieść miejsce prowadzenia działalności Nauty po zakończeniu remontu i modernizacji nabytych aktywów, nie była gotowa w pierwotnie przewidywanym terminie, Nauta nie dokonała sprzedaży gruntów i nie wykupiła obligacji objętych przez ARP. W listopadzie 2011 r. podpisana została nowa umowa między ARP i Nautą przewidująca przedłużenie terminu wykupu obligacji do dnia 30 listopada 2013 r. Oprocentowanie obligacji wzrosło do poziomu jednomiesięcznej stopy WIBOR<sup>(8)</sup> powiększonej o marżę wynoszącą 3,7 p.p. (łącznie 8,46 % na dzień 14 grudnia 2011 r.). Ustanowiono również dodatkowe zabezpieczenie, obejmujące hipotekę na nowo nabytych aktywach w celu pokrycia zwiększonego ryzyka niewypłacalności.

#### 4. DECYZJA O WSZCZĘCIU FORMALNEGO POSTĘPOWANIA WYJAŚNIAJĄCEGO

**Środek pierwszy**

- (21) W decyzji o wszczęciu postępowania Komisja przedstawiła swoje wątpliwości dotyczące możliwości uzyskania przez Nautę podobnego finansowania na rynku na podobnych warunkach. Komisja w szczególności skupiła się na:

- a) optymistycznych założeniach wzrostu przychodów;
- b) optymistycznych założeniach przyszłej sprzedaży gruntów;
- c) oprocentowaniu obligacji.

- (22) W oparciu o informacje dostępne w tamtym okresie Komisja uznała prognozę wzrostu przychodów za nadmiernie optymistyczną ze względu na konkurencję na rynku remontów statków (co stanowi główny obszar działalności spółki), potencjalną nadwyżkę zdolności produkcyjnych oraz kryzys gospodarczy.

- (23) Komisja wyraziła wątpliwości co do tego, czy ARP dokonała właściwej oceny ryzyka związanego ze sprzedażą gruntów, na których prowadzona była działalność Nauty. Plan zagospodarowania przestrzennego określający przeznaczenie gruntów na cele „przemysłowe” lub „komercyjne” nie został przyjęty, a jednocześnie nie uwzględniono czasu niezbędnego do jego uchwalenia. W związku z tym Komisja wyraziła wątpliwość czy przyjęcie założenia „komercyjnej” wartości gruntów [ $> 168$ ] mln PLN było uzasadnione. Jako że proces uchwalenia miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego nie

zakończył się, prywatny inwestor przyjąłby prawdopodobnie bardziej ostrożne założenia w ocenie wartości gruntów.

- (24) Komisja wyraziła również obawy, że ARP przyjęła dość optymistyczne założenia dotyczące wartości aktywów Nauty służących jako zabezpieczenie obligacji. Jedyna wycena poprzedzająca transakcję wykazała wartość [ $> 168$  mln PLN], jednakże w wyniku kolejnych wycen przeprowadzonych po transakcji (w latach 2010 i 2011) stwierdzono, że wartość ta mieści się w przedziale pomiędzy [70-90] mln PLN a [140-160] mln PLN, w zależności od rodzaju przeznaczenia gruntów.

- (25) Efektywna roczna stopa procentowa w wysokości 5,28 % oferowana dla obligacji wydawała się niska. Władze polskie nie przedstawiły informacji na temat ratingu kredytowego Nauty i poziomu zabezpieczeń w rozumieniu komunikatu Komisji w sprawie zmiany metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych<sup>(9)</sup> (zwanego dalej „komunikatem w sprawie stóp referencyjnych”). Zgodnie z komunikatem w sprawie stóp referencyjnych, marża przyjęta dla przedmiotowych obligacji odpowiadała „wysokiemu” poziomowi zabezpieczenia i co najmniej „dobremu” (BBB) ratingowi spółki. Komisja wyraziła wątpliwość co do tego, czy parametry te odpowiadały stanowi faktycznemu.

**Środek drugi**

- (26) W decyzji o wszczęciu postępowania Komisja stwierdziła, co prawda, że na podstawie nowej umowy zastosowano wyższą stopę procentową oraz zapewniono dodatkowe zabezpieczenie, nie dysponowała ona jednak informacjami na temat ekonomicznych przesłanek przedłużenia terminu wykupu obligacji o 2 lata. W związku z tym Komisja wyraziła wątpliwość, czy takie przedłużenie terminu wykupu obligacji zostałyby zaakceptowane przez prywatnego inwestora.

**III. UWAGI POLSKI**

- (27) W przedstawionych uwagach władze polskie zawarły wyjaśnienia oraz dodatkowe dowody pochodzące z omawianego okresu w odniesieniu do obydwu środków.

**1. ŚRODEK PIERWSZY**

- (28) W odniesieniu do wątpliwości dotyczących objęcia przez ARP obligacji oprocentowanych według efektywnej rocznej stopy oprocentowania w wysokości 5,28 % władze polskie przedstawiły dodatkowe informacje, obejmujące prognozy wyników finansowych Nauty, perspektywy dla rynku remontów statków oraz prognozy wartości aktywów Nauty przeznaczonych do zbycia. Władze polskie przedłożyły także test inwestora rynkowego przeprowadzony *ex post* przez firmę [...].

<sup>(8)</sup> Ang. Warsaw Interbank Offered Rate (stopa oprocentowania pożyczek na polskim rynku międzybankowym).

<sup>(9)</sup> Dz.U. C 14 z 19.1.2008, s. 6.

**Optymistyczne założenia wzrostu przychodów**

(29) Według władz polskich zakup majątku Stoczni Gdynia oparty był na rzeczywistych potrzebach gospodarczych Nauty i został poprzedzony sporządzeniem odpowiedniego biznes planu przez zarząd Nauty z udziałem niezależnego konsultanta. Władze polskie uważają, że przedłożony Komisji biznes plan wyraźnie wskazywał na rentowność inwestycji.

(30) W odniesieniu do optymistycznych prognoz wzrostu przychodów ze sprzedaży Nauty, władze polskie wskazały na fakt, że pomimo spadającej rentowności spółka w dalszym ciągu generowała zyski, osiągała dodatni zwrot z kapitału własnego (ROE), ze sprzedaży (ROS) oraz z aktywów (ROA), a także posiadała znaczne rezerwy gotówkowe i nie korzystała z finansowania długiem oprocentowanym. Zasadność prognozy wzrostu przychodów została potwierdzona *ex post*, ponieważ przychody Nauty za rok 2011 były wyższe niż prognozowano. Ponadto, jak przewidywano, spółka odnotowała zysk w latach 2011 i 2012.

(31) Władze polskie przedstawiły również dalsze informacje na temat rynku remontów statków, które wskazują według nich na istnienie pozytywnych prognoz na przyszłość. Władze polskie wskazały na rosnący popyt na remonty statków, związany ze wzrostem całkowitej liczby statków handlowych. Powołały się one na prognozy dotyczące remontów statków na lata 2007–2015 przedstawione przez OECD, z których wynikało, że w okresie objętym prognozą rynek ten wzrośnie o 110 %.

(32) Władze polskie wskazały również na pozycję rynkową Nauty oraz jej dobre stosunki handlowe ze skandynawskimi partnerami. Władze polskie zwróciły uwagę na fakt, że Nauta świadczy usługi wysokiej jakości i może skutecznie konkurować z tańszymi, ale gorszymi jakościowo usługami stoczni w Rosji.

**Optymistyczne założenia dotyczące przyszłej sprzedaży gruntów**

(33) W odpowiedzi na obawy Komisji dotyczące założeń co do wartości aktywów Nauty wykorzystanych do zabezpieczenia transakcji, władze polskie podkreśliły, że: (i) ARP oparła się na poprzedzającej transakcję wycenie gruntów przeprowadzonej przez niezależnego rzeczoznawcę majątkowego, (ii) wyceny nieruchomości sporządzone po dokonaniu transakcji, w roku 2011, opierały się na innych założeniach w zakresie wykorzystania gruntu (na cele przemysłowe lub komercyjne) i w związku z tym w ich wyniku uzyskano inne wartości, (iii) w odniesieniu do sąsiednich działek o podobnym przeznaczeniu przeprowadzono już podobne transakcje,

a uzyskane wartości były zbliżone do kwot wskazanych w wycenie dokonanej przed transakcją, przy czym kwoty te były znane rzeczoznawcy.

(34) W odniesieniu do ryzyka związanego ze zbyciem gruntów władze polskie przedstawiły wyjaśnienia, z których wynika, że nieprzyjęcie przez władze miasta Gdyni miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego nie stanowi rzeczywistej przeszkody dla uznania gruntów przeznaczonych na sprzedaż za grunty o przeznaczeniu komercyjnym, a nie przemysłowym. Władze polskie objaśniły też przewidziane przez polskie prawo etapy poprzedzające uchwalenie miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego, do których zalicza się studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego. W związku z powyższym władze polskie odwołały się do wyroku Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 6 sierpnia 2009 r., zgodnie z którym studium uchwalone przez władze miasta Gdyni jest w praktyce niemal równorzędne z miejscowym planem zagospodarowania przestrzennego. Sąd uznał, że decyzje administracyjne, takie jak decyzje w przedmiocie warunków zabudowy wydawane dla terenów objętych studium, nie mogą być sprzeczne z jego ustaleniami. Uchwalone studium przewidywało wykorzystanie gruntów należących do Nauty w celach nieprzemysłowych.

(35) Na poparcie tej tezy władze polskie przedstawiły również dokumenty, z których wynika, że w dwóch przypadkach transakcji sprzedaży gruntów sąsiadujących z aktywami należącymi do Nauty zrealizowanych w roku 2009 uzyskano cenę odpowiadającą komercyjnemu przeznaczeniu gruntów. Pierwszy przypadek dotyczy dokumentów z omawianego okresu potwierdzających sprzedaż w kwietniu 2009 r. sąsiedniej działki, gdzie cena wywoławcza podana w ogłoszeniu prasowym odpowiadała komercyjnej wartości gruntów Nauty w przeliczeniu na metr kwadratowy, ustalonej na podstawie wyceny przeprowadzonej w 2009 r. Drugi przypadek dotyczy sprzedaży innych aktywów sąsiadujących z gruntami Nauty, gdzie ze sprzedaży stosunkowo niewielkiej działki o powierzchni 0,5 hektara uzyskano podobną kwotę za metr kwadratowy.

**Oprocentowanie obligacji**

(36) W odniesieniu do niskiego oprocentowania obligacji objętych przez ARP władze polskie stwierdziły, że mimo braku oficjalnego ratingu kredytowego zastosowane oprocentowanie właściwie odzwierciedlało związany z nimi poziom ryzyka. Przed podjęciem decyzji o objęciu obligacji ARP przeprowadziła analizę standingu finansowego Nauty i doszła do wniosku, że proponowana stopa oprocentowania gwarantowała wystarczający zwrot z inwestycji skorygowany o ryzyko. Władze polskie zwróciły uwagę Komisji na następujące kwestie: (i) w okresie 3 lat poprzedzających transakcję Nauta generowała zyski i miała dobre perspektywy finansowe, (ii) Nauta dysponowała znacznymi nadwyżkami gotówkowymi i nie korzystała z długu oprocentowanego, (iii) niska wartość premii za ryzyko była uzasadniona ze

względu na wartość i jakość zabezpieczeń, (iv) wyższy poziom oprocentowania zagroziłby realizacji celu polegającego na maksymalizacji zwrotu z inwestycji kapitałowej, którą było objęcie akcji Nauty przez ARP.

- (37) Władze polskie wskazały także na rating stoczni Crist opracowany przez ARP przed dokonaniem innej transakcji, która była przedmiotem oceny Komisji w ramach decyzji z dnia 25 lipca 2012 r. stwierdzającej, że dany środek nie stanowi pomocy<sup>(10)</sup>. Władze polskie doszły do wniosku, że inwestycja w Nautę wiązała się nawet z nieco niższym ryzykiem niż inwestycja w stocznię Crist, w związku z czym Nauta zasługuje na taki sam rating (BBB). Inwestycja ARP w obligacje Nauty stanowiła według nich inwestycję realizowaną wewnątrz grupy, jako że ARP miała wkrótce zostać większościowym akcjonariuszem Nauty (zob. pkt 7 powyżej).
- (38) Na poparcie stwierdzenia o rentowności inwestycji w obligacje Nauty dokonanej przez ARP władze polskie przytoczyły analizę *ex post* przeprowadzoną przez firmę [...]. Analiza ta powstała w oparciu o dane pochodzące z okresu przed transakcją. Wynika z niej, że zwrot z inwestycji, z uwzględnieniem przychodów z tytułu odsetek oraz wzrostu wartości spółki, wynosi [> 20 %]. Firma [...] podkreśla także, że w przypadku inwestycji realizowanych wewnątrz grupy inwestorzy są skłonni zaakceptować niższy zwrot skorygowany o ryzyko niż inwestorzy zewnętrzni. Analiza przeprowadzona przez firmę [...] zasadniczo potwierdziła, że omawiana transakcja jest zgodna z zasadą inwestora rynkowego.

## 2. ŚRODEK DRUGI

- (39) W odniesieniu do wyrażonych przez Komisję obaw dotyczących ekonomicznych przesłanek przedłużenia o dwa lata terminu wykupu obligacji przez Nautę dokonanego w roku 2011, władze polskie również przedstawiły dodatkowe informacje. Twierdzą one, że zgadzając się na przesunięcie terminu wykupu obligacji ARP uwzględniła następujące czynniki:

- strategię inwestycyjną ARP wobec Nauty, której jest właścicielem;
- dobrą sytuację finansową Nauty w momencie podejmowania decyzji o przedłużeniu terminu zapadalności oraz korzystne prognozy na przyszłość;
- poprawę jakości zabezpieczenia wynikającą z dodania kolejnego składnika majątku; na podstawie wyceny

przeprowadzonej przez biegłego rzeczoznawcę majątkowego uzyskaną w ten sposób wartość zabezpieczenia oszacowano na [> 190] mln PLN;

- zainteresowanie zakupem gruntów od Nauty wyrażone przez siedmiu potencjalnych nabywców, mimo że władze miasta Gdyni nie zakończyły jeszcze prac nad miejscowym planem zagospodarowania przestrzennego terenów stoczni;
- wysokie prawdopodobieństwo, że władze miasta Gdyni osiągną porozumienie w sprawie uchwalenia miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego terenów stoczni przed 2013 r.

## IV. OCENA

### 1. ISTNIENIE POMOCY PAŃSTWA W ROZUMIENIU ART. 107 UST. 1 TRAKTATU

- (40) Zgodnie z art. 107 ust. 1 TFUE, wszelka pomoc przyznawana przez państwo członkowskie lub przy użyciu zasobów państwowych w jakiejkolwiek formie, która zakłóca lub grozi zakłóceniem konkurencji poprzez sprzyjanie niektórym przedsiębiorstwom lub produkcji niektórych towarów, jest niezgodna z rynkiem wewnętrznym w zakresie, w jakim wpływa na wymianę handlową między państwami członkowskimi.
- (41) Aby środek krajowy został uznany za pomoc państwa, należy spełnić wszystkie następujące warunki: (1) środek przynosi korzyść przy użyciu zasobów państwowych; (2) korzyść jest przyznawana selektywnie; oraz (3) środek zakłóca lub grozi zakłóceniem konkurencji i może wpłynąć na wymianę handlową między państwami członkowskimi.

#### 1.1. ISTNIENIE KORZYŚCI

- (42) Aby stwierdzić, czy badany środek stanowi pomoc, należy ustalić, czy Nauta uzyskała korzyść ekonomiczną, której nie uzyskałaby w normalnych warunkach rynkowych, tj. w warunkach, na jakich prywatny inwestor lub podmiot gospodarczy zapewniłby jej finansowanie (test prywatnego inwestora).

#### **Środek pierwszy**

- (43) Aby określić, czy badany środek jest zgodny z testem prywatnego inwestora, Komisja oceniła, czy na podstawie informacji, do których ARP miała dostęp w momencie podejmowania decyzji, prywatny inwestor zdecydowałby się nabyć obligacje Nauty na podobnych warunkach.

<sup>(10)</sup> Decyzja Komisji C(2012) 5057 final z dnia 25 lipca 2012 r. w sprawie pomocy państwa nr SA.33114 (2012/C) (ex. 2011/NN) domniemana pomoc państwa dla stoczni CRIST, Dz.U. L 12 z 16.1.2013, s. 38.

**Analiza standingu finansowego Nauty**

- (44) Komisja zwraca uwagę na fakt, że przed podjęciem decyzji o objęciu obligacji ARP przeprowadziła analizę standingu finansowego Nauty i doszła do wniosku, że proponowana stopa oprocentowania gwarantowała wystarczający zwrot z inwestycji skorygowany o ryzyko. Zakres analizy obejmował: strategię biznesową Nauty, historyczne i prognozowane dane finansowe oraz ocenę ryzyka. Komisja oceniła zasadność założeń leżących u podstaw tej analizy.
- (45) Po pierwsze, w oparciu o zewnętrzne publikacje OECD z roku 2007 Komisja stwierdza, że na rynku remontów statków, na którym Nauta prowadzi swoją główną działalność, występowały dobre perspektywy rozwoju. Przedstawione przez OECD prognozy dotyczące remontów statków na lata 2007-2015 przewidywały wzrost tego rynku o 110 %. Spółka miała potencjał, aby wykorzystać ten wzrost dzięki ugruntowanym relacjom handlowym z klientami w Skandynawii i świadczeniu usług wysokiej jakości, mogących z powodzeniem konkurować z usługami świadczonymi przez tańsze, lecz gorsze jakościowo stocznie w Rosji. W tym kontekście inwestycja Nauty w aktywa stoczni Gdynia wydawała się uzasadniona oczekiwaną perspektywą rozwoju spółki.
- (46) Zasadność założeń przyjętych w biznes planie z 2009 r. została potwierdzona przez faktyczne wyniki uzyskane przez spółkę w okresie następującym po dokonaniu transakcji, czyli w roku 2010 i 2011. Chociaż w wyniku kryzysu gospodarczego przychody ze sprzedaży za rok 2010 były niższe niż planowano, spółka odnotowała zysk ze sprzedaży w kwocie ponad 18 mln PLN, mimo że biznes plan przewidywał za ten okres stratę w wysokości 33 mln PLN. W roku 2011 wygenerowane przez spółkę przychody ze sprzedaży były wyższe niż prognozowano, a zysk ze sprzedaży po raz kolejny okazał się wyższy niż oczekiwano i wyniósł 25 mln PLN wobec planowanych 10 mln PLN. Wyniki te potwierdzają, że prognozy finansowe nie były nadmiernie optymistyczne oraz że Nauta była w stanie skutecznie sprostać konkurencji na rynku, pomimo zasadniczo niekorzystnej sytuacji gospodarczej.
- (47) Po drugie, ze sprawozdań finansowych Nauty wynika, że jej działalność była rentowna zarówno w okresie poprzedzającym transakcję (2006–2008), jak i w roku 2009, w którym transakcja ta została zrealizowana (zob. tabela 1 powyżej). Spółka osiągała dodatni zwrot z kapitału własnego (ROE), ze sprzedaży (ROS) oraz z aktywów (ROA). Według prognoz finansowych spółka oczekiwała wzrostu przychodów i zysków ze sprzedaży. W świetle perspektyw rozwoju rynku i strategii biznesowej spółki te prognozy wydawały się uzasadnione.
- (48) Po trzecie, ryzyko związane z inwestycją było ograniczone, ponieważ przed dokonaniem transakcji Nauta

dysponowała znaczną nadwyżką gotówkową (ponad 34 mln PLN na koniec 2008 r.) i nie korzystała z długu oprocentowanego.

- (49) Z przyczyn wymienionych powyżej Komisja stwierdza, że analiza *ex ante* przeprowadzona przez ARP była oparta na rozsądnych założeniach oraz że ARP zachowała się w taki sposób, w jaki postąpiłby prywatny inwestor.
- (50) Oprócz oceny analizy przeprowadzonej przez ARP przed dokonaniem inwestycji, Komisja oceniła także czy stopa oprocentowania obligacji była zgodna z odpowiednią stopą referencyjną. Oprocentowanie obligacji Nauty objętych przez ARP wynosiło 5,15 % w pierwszym roku oraz 5,42 % w drugim roku, co odpowiada efektywnej rocznej stopie oprocentowania w wysokości 5,28 %. Biorąc pod uwagę fakt, że w listopadzie 2009 r. stopa bazowa dla Polski wynosiła 4,53 %, oprocentowanie dla inwestycji w obligacje Nauty zaakceptowane przez ARP byłoby wyższe niż właściwa stopa referencyjna (złożona ze stopy bazowej oraz odpowiedniej marży), pod warunkiem, że rating Nauty obowiązujący w momencie zastopowania środka byłby co najmniej „dobry” (BBB), a poziom zabezpieczeń „wysoki”.

**Rating Nauty**

- (51) Władze polskie nie były w stanie przekazać Komisji informacji na temat ratingu Nauty w omawianym okresie ze względu na fakt, że w czasie, w którym doszło do emisji obligacji, spółka nie korzystała z długu oprocentowanego. W związku z tym Komisja porównała rating, jaki mogła uzyskać Nauta, z ratingiem przyznanym przez ARP innej polskiej stoczni (Crist) przed realizacją transakcji z roku 2010, która została już poddana ocenie przez Komisję<sup>(1)</sup>. Według władz polskich sytuacja Nauty była zbliżona do sytuacji stoczni Crist, w związku z tym Nauta mogłaby uzyskać ten sam rating.
- (52) Po pierwsze, Komisja zwraca uwagę na fakt, że rynek remontów statków, będący głównym rynkiem działalności Nauty, miał dobre perspektywy wzrostu. Podobnie jak stocznia Crist, Nauta była obecna na rynku od dawna oraz miała ugruntowaną sieć klientów oraz pozycję konkurencyjną.
- (53) Po drugie, mimo że stocznia Crist odnotowała wyższe zyski netto w trzyletnim okresie poprzedzającym transakcję, Nauta uzyskała w owym okresie wyższą rentowność niż Crist, mierzoną poziomem wskaźników ROA i ROS.

<sup>(1)</sup> Zobacz przypis nr 10.

- (54) Po trzecie, stocznia Crist była znacznie zadłużona, podczas gdy Nauta nie korzystała z długu oprocentowanego, w związku z czym ryzyko niewypłacalności tej drugiej było niższe. Co więcej, w okresie realizacji transakcji Nauta dysponowała też znaczną nadwyżką gotówkową wynoszącą ponad 34 mln PLN, natomiast nadwyżka gotówkowa stoczni Crist nie przekraczała 9 mln PLN.
- (55) Po czwarte, jak wskazano poniżej, w obydwu przypadkach wartość zabezpieczeń była wystarczająca na pokrycie ryzyka finansowania wyznaczonego na podstawie wskaźnika strat z tytułu niewykonania zobowiązania (Loss Given Default, LGD), który mieścił się w przedziale od 0 do 30 %.
- (56) W związku z powyższym Komisja uznała, że ARP miała uzasadnione podstawy do stwierdzenia, że rating Nauty w 2009 r. mógłby być oceniony, jako zbliżony do ratingu stoczni Crist, który z kolei został ustalony przez ARP na poziomie BBB.

#### Wartość zabezpieczenia

- (57) W odniesieniu do wartości zabezpieczenia, władze polskie były zdania, że należy ją uznać za „wysoką”. O wysokiej wartości zabezpieczenia można mówić, jeśli wartość LGD mieści się w przedziale od 0 do 30 %. Skoro nominalna wartość transakcji wyniosła 120 mln PLN, poziom zabezpieczenia mógłby zostać uznany za wysoki, o ile wartość ustanowionych zabezpieczeń mieściłaby się w przedziale pomiędzy 84 mln PLN a 120 mln PLN.
- (58) Jedyna wycena gruntów Nauty sporządzona *ex ante*, którą dysponowała ARP, wskazywała kwotę [ $> 168$ ] mln PLN, przy założeniu, że grunty mogłyby być wykorzystywane w celach komercyjnych, zgodnie ze studium przyjętym przez władze miasta Gdyni. Wycenę sporządził biegły rzeczoznawca majątkowy [...]. Na potrzeby wyceny biegły zastosował metodę porównawczą. Metoda ta stanowi jedną z powszechnie uznawanych metod dokonywania wyceny gruntów, uregulowanych w przepisach polskiego prawa. Komisja zwraca uwagę na fakt, że wycena ta została sporządzona w oparciu o dane dotyczące podobnych transakcji, a biegły dokonujący wyceny miał świadomość tego, że w wyniku sprzedaży sąsiednich działek uzyskano podobne wartości za metr kwadratowy.
- (59) Ponieważ wycena opierała się na założeniu, że grunty te mają charakter „komercyjny”, Komisja zbadala również, czy założenie to było zasadne. W tym względzie Komisja odwołuje się do wyroku Najwyższego Sądu Administracyjnego z dnia 6 sierpnia 2009 r., który potwierdza, że studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego opracowane przez władze miasta Gdyni stanowiło ważny etap na drodze do wprowadzenia zmian w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego. Sąd uznał, że decyzje administracyjne, takie jak decyzje w przedmiocie warunków zabudowy wydawane dla terenów objętych studium nie mogą być sprzeczne z ustaleniami tego studium. Uchwalone studium przewidywało wykorzystanie gruntów należących do Nauty w celach nieprzemysłowych.
- (60) Komisja stwierdza także, że w wyniku sprzedaży działek sąsiadujących z gruntami Nauty uzyskano kwoty odpowiadające wartości gruntu o przeznaczeniu nieprzemysłowym.
- (61) W związku z tym, że procedura uchwalania miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego nie została zakończona, Komisja jest jednak zdania, że hipotetyczny prywatny inwestor najprawdopodobniej nie oparłby swojej oceny na pełnej wartości gruntów, którą można by było uzyskać po dokonaniu zmiany miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego, lecz raczej na wartości, którą mógłby uzyskać w najbliższym okresie. W tym względzie Komisja zwraca uwagę na fakt, że w celu ustalenia wartości nieruchomości na potrzeby wymuszonej sprzedaży podobnej działki w Gdyni niezależni rzeczoznawcy majątkowi zastosowali współczynnik 0,5 do jej wartości rynkowej<sup>(12)</sup>. Chociaż współczynnik ten wydaje się być ostrożny, jego zastosowanie do gruntów Nauty i tak doprowadziłoby do uzyskania kwoty [ $> 84$ ] mln PLN. W związku z tym poziom wskaźnika LGD byłby niższy niż 30 % nawet przy zastosowaniu bardzo ostrożnych założeń, przez co wartość zabezpieczeń należy uznać za wysoką.
- (62) Komisja w związku z tym dochodzi do wniosku, że poziom zabezpieczeń przyjętych przez ARP był „wysoki”.

#### Wniosek dotyczący pierwszego środka

- (63) Komisja stwierdza, że założenia leżące u podstaw analizy standingu finansowego Nauty przeprowadzonej przed dokonaniem inwestycji były zasadne oraz że wyniki tej analizy prowadziły do wniosku, że proponowana stopa oprocentowania obligacji gwarantowała uzyskanie zwrotu z inwestycji skorygowanego o ryzyko na poziomie rynkowym.
- (64) Ponadto, zgodnie z komunikatem w sprawie stóp referencyjnych, przy uwzględnieniu ratingu na poziomie BBB, a także wysokiego poziomu zabezpieczeń oraz stopy referencyjnej dla Polski wynoszącej 4,53 % w listopadzie 2009 r., oprocentowanie obligacji objętych przez ARP w 2009 r. powinno było kształtować się na poziomie 5,28 % (4,53 % + 75 punktów bazowych), co jest tożsame z efektywną stopą oprocentowania faktycznie zaakceptowaną przez ARP.
- (65) W związku z tym pierwszy środek nie wiąże się z przyznaniem Nauce korzyści.
- (66) Analiza przeprowadzona przez firmę [...] 3 lata po przeprowadzeniu transakcji, wskazująca na wysoką rentowność dokonanej przez ARP inwestycji w obligacje Nauty, nie jest rozstrzygająca ze względu na fakt, że została dokonana *ex post*, niemniej jednak potwierdza ona powyższy wniosek.

<sup>(12)</sup> Wycena działki należącej do Stoczni Gdynia z dnia 4 marca 2009 r.



**Środek drugi**

- (67) Zgodnie z testem prywatnego inwestora Komisja oceniła, czy hipotetyczny prywatny wierzyciel zgodziłby się na przedłużenie terminu wykupu obligacji do listopada 2013 r. Komisja dokonała porównania oczekiwanego zwrotu z inwestycji w dwóch scenariuszach: (1) wymuszonego wykupu obligacji w 2011 r. oraz (2) wykupu w 2013 r.
- (68) Komisja stwierdza, że w pierwszym scenariuszu oczekiwany zwrot z inwestycji byłby równy wartości zabezpieczenia. Jak wspomniano w pkt 61 powyżej, prywatny wierzyciel najprawdopodobniej nie oparłby swojej oceny na pełnej wartości gruntów, lecz raczej na wartości, którą mógłby uzyskać w najbliższym okresie, tj. [ > 84] mln PLN.
- (69) W drugim scenariuszu oczekiwany zwrot z inwestycji równałby się całkowitej nominalnej wartości wyemitowanych obligacji, tj. 120 mln PLN, powiększonej o odsetki w wysokości 8,46 % w skali roku otrzymywane przez okres 2 lat (w omawianym przypadku zastosowano oprocentowanie na poziomie jednomiesięcznej stopy WIBOR powiększonej o marżę w wysokości 3,7 %, co dla wartości WIBOR w grudniu 2011 r. oznaczało łączne oprocentowanie w wysokości 8,46 %). Komisja stwierdza, że oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji byłaby wyższa, jeżeli termin wykupu obligacji zostałyby wydłużony do 2013 r. Nawet, jeżeli Nauta nie byłaby w stanie wykupić obligacji w 2013 r., wartość zabezpieczenia w tym czasie byłaby prawdopodobnie wyższa niż w 2011 r. Po pierwsze, jakość zabezpieczenia uległa poprawie w wyniku dodania kolejnego składnika majątku. Na podstawie wyceny przeprowadzonej przez biegłego rzeczoznawcę majątkowego uzyskaną w ten sposób łączną wartość zabezpieczenia oszacowano na [ > 190] mln PLN. Po drugie, zakończenie procedur administracyjnych mających na celu wprowadzenie zmian do miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego (lub postęp w tym kierunku) powinno doprowadzić do wzrostu ceny do poziomu pełnej wartości „komercyjnej”, w miarę spadku poziomu niepewności wśród potencjalnych inwestorów.
- (70) Należy także wziąć pod uwagę, że w czasie planowanego pierwotnie wykupu obligacji ARP była już właścicielką Nauty, w związku z czym była zainteresowana maksymalizacją zwrotu z inwestycji kapitałowej. Wymuszony wykup obligacji w 2011 r. mógłby pogorszyć zdolność Nauty do osiągnięcia celów wyznaczonych w strategii, która opierała się na nabyciu nowych aktywów, a następnie przeniesieniu miejsca prowadzenia działal-

ności do nowej lokalizacji, co mogłoby z kolei doprowadzić do obniżenia wartości całej spółki.

**Wniosek dotyczący drugiego środka**

- (71) W świetle powyższego Komisja dochodzi do wniosku, że hipotetyczny prywatny wierzyciel wolałby zgodzić się na przedłużenie terminu zapadalności obligacji, aniżeli domagać się ich natychmiastowego wykupu. W związku z tym drugi środek nie wiąże się z przyznaniem Naucie korzyści.
- 1.2. WNIOSKI DOTYCZĄCE KORZYŚCI
- (72) Na podstawie nowych okoliczności przedstawionych przez władze polskie i w oparciu o powyższe ustalenia Komisja uznaje, że spółka nie osiągnęła żadnych nienależnych korzyści ani w związku z warunkami, na których ARP nabyła jej obligacje w roku 2009, ani w wyniku przedłużenia terminu wykupu tych obligacji dokonanego w roku 2011.
- (73) W świetle tego, że przesłanki wskazujące na istnienie pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE mają charakter kumulatywny, brak którejkolwiek z nich jest decydujący. Nie ma w związku tym potrzeby przeprowadzania analizy innych elementów określonych w pkt 41 powyżej,

PRZYJMUJE NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

**Artykuł 1**

Środek, który Rzeczpospolita Polska wdrożyła na rzecz przedsiębiorstwa Nauta S.A. w formie nabycia obligacji o wartości 120 mln PLN przy efektywnej stopie oprocentowania wynoszącej 5,28 % w latach 2009-2011 i 8,46 % w latach 2011-2013, nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

**Artykuł 2**

Niniejsza decyzja skierowana jest do Rzeczpospolitej Polskiej.

Sporządzono w Brukseli dnia 20 marca 2013 r.

W imieniu Komisji  
Joaquín ALMUNIA  
Wiceprzewodniczący