

DECYZJA KOMISJI (UE) 2016/2041**z dnia 20 stycznia 2016 r.****w sprawie pomocy państwa SA.33926 2013/C (ex 2013/NN, 2011/CP) wdrożonej przez Belgię na rzecz Duferco***(notyfikowana jako dokument nr C(2016) 94)***(Jedynie teksty w języku francuskim i niderlandzkim są autentyczne)****(Tekst mający znaczenie dla EOG)**

KOMISJA EUROPEJSKA,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w szczególności jego art. 108 ust. 2 akapit pierwszy ⁽¹⁾,

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

po wezwaniu zainteresowanych stron do przedstawienia uwag ⁽²⁾ zgodnie z przywołanymi artykułami i uwzględniając otrzymane odpowiedzi,

a także mając na uwadze, co następuje:

1. PROCEDURA

- (1) W dniu 21 listopada 2011 r. dziennik *Le Soir* opublikował szereg artykułów, zgodnie z którymi region Walonii ⁽³⁾ przyznawał wsparcie finansowe grupie działającej w sektorze hutnictwa żelaza i stali Duferco („Duferco” lub „grupa Duferco”) od 2003 r. bez uprzedniego poinformowania o tym Komisji. Według belgijskiego dziennika region Walonii utworzył w marcu 2003 r. nową finansową spółkę holdingową, Foreign Strategic Investment Holding („FSIH”), będącą spółką zależną przedsiębiorstwa Société Wallonne de Gestion et de Participations („SOGEPA”), w celu inwestowania w spółki należące do grupy Duferco, których siedziba znajduje się poza Belgią, a nawet poza Unią Europejską.
- (2) W następstwie uzyskania tych informacji Komisja zwróciła się do Belgii, pismem z dnia 29 listopada 2011 r., o przekazanie jej dodatkowych informacji dotyczących charakteru wsparcia finansowego, którego region Walonii udzielił grupie Duferco w latach 2003–2011.
- (3) Pismem z dnia 14 grudnia 2011 r. Belgia zwróciła się o przyznanie dodatkowego terminu na udzielenie odpowiedzi, który przyznano jej w dniu 16 grudnia 2011 r. Belgia odpowiedziała na wezwanie do udzielenia informacji ze strony Komisji w dniu 4 stycznia 2012 r. Pismem z dnia 29 czerwca 2012 r. Komisja wezwała do udzielenia dodatkowych informacji. Belgia zwróciła się o przyznanie dodatkowego terminu na udzielenie odpowiedzi, który przyznano jej w dniu 18 lipca 2012 r. Udzieliła ona odpowiedzi w dniu 28 września 2012 r.
- (4) W dniu 6 maja 2013 r. w pomieszczeniach Komisji odbyło się spotkanie Komisji z jednej strony oraz władz belgijskich i przedstawicieli SOGEPA i FSIH z drugiej strony.
- (5) W dniach 4 i 10 czerwca 2013 r. oraz w dniach 15 i 30 lipca 2013 r. Belgia przekazała Komisji dodatkowe informacje.
- (6) W dniu 30 września 2013 r. w pomieszczeniach Komisji odbyło się ponowne spotkanie Komisji oraz przedstawicieli SOGEPA i FSIH.
- (7) Pismem z dnia 16 października 2013 r. Komisja poinformowała Belgię o swojej decyzji o wszczęciu postępowania określonego w art. 108 ust. 2 TFUE w odniesieniu do przedmiotowych środków („formalne postępowanie wyjaśniające”).

⁽¹⁾ Ze skutkiem od dnia 1 grudnia 2009 r. art. 87 i 88 Traktatu WE stały się odpowiednio art. 107 i 108 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej („TFUE”). W obu przypadkach treść postanowień jest zasadniczo identyczna. Do celów niniejszej decyzji odniesienia do art. 107 i 108 TFUE należy rozumieć, w stosownych przypadkach, jako odniesienia odpowiednio do art. 87 i 88 Traktatu WE. W TFUE wprowadzono także pewne zmiany terminologii, na przykład termin „Wspólnota” zastąpiono terminem „Unia”, „wspólny rynek” terminem „rynek wewnętrzny”, a „Sąd Pierwszej Instancji” terminem „Sąd”. W niniejszej decyzji stosuje się terminologię z TFUE.

⁽²⁾ Dz.U. C 120 z 23.4.2014, s. 51.

⁽³⁾ W dalszej części niniejszej decyzji Komisja będzie odnosiła się do „Belgii” zamiast do „regionu Walonii” (o ile kontekst nie będzie wymagał inaczej), ponieważ korespondencję prowadzono z państwem członkowskim, którego dotyczy postępowanie i do którego skierowana jest niniejsza decyzja.

- (8) Decyzję Komisji o wszczęciu postępowania („decyzja o wszczęciu postępowania”) opublikowano w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* ⁽⁴⁾. Komisja wezwała zainteresowane strony do przedstawienia uwag dotyczących przedmiotowych środków.
- (9) Komisja otrzymała uwagi Belgii w dniu 11 grudnia 2013 r., po przyznaniu Belgii dodatkowego terminu. Otrzymała również uwagi zainteresowanych stron w dniach 23 i 24 czerwca 2014 r., również po przyznaniu im dodatkowego terminu. Komisja przekazała Belgii wspomniane wyżej informacje w dniach 3 i 18 lipca 2014 r., dając jej możliwość odniesienia się do nich, i otrzymała od niej uwagi w pismach z dnia 1 i 18 sierpnia 2014 r.
- (10) Pismem z dnia 28 stycznia 2015 r. Komisja wezwała Belgię do udzielenia dodatkowych informacji. Belgia zwróciła się o przyznanie dodatkowego terminu na udzielenie odpowiedzi, który przyznano jej w dniu 25 lutego 2015 r. Belgia udzieliła Komisji odpowiedzi w dniu 8 kwietnia 2015 r.
- (11) Pismem z dnia 18 maja 2015 r. Komisja wezwała do udzielenia kolejnych dodatkowych informacji. Belgia udzieliła odpowiedzi w dniu 2 czerwca 2015 r.
- (12) Ostatnie wezwanie do udzielenia informacji wysłano do Belgii w dniu 15 września 2015 r. Belgia zwróciła się o przyznanie dodatkowego jednomiesięcznego terminu na udzielenie odpowiedzi, który przyznano jej w dniu 28 września 2015 r. Belgia udzieliła odpowiedzi Komisji pismem z dnia 23 października 2015 r.

2. SZCZEGÓŁOWY OPIS ŚRODKÓW POMOCY

2.1. BENEFICJENT

- (13) Grupa Duferco produkuje i sprzedaje stal. Jest obecna w około pięćdziesięciu krajach na świecie. W Europie grupa koncentruje swoją działalność w Belgii (około 3 000 pracowników w 2009 r. i około dziesięciu zakładów w Walonii) i we Włoszech (około 1 300 pracowników w 2009 r.). Prowadzi działalność także w Szwajcarii, w Luksemburgu, we Francji i w byłej jugosłowiańskiej republice Macedonii (FYROM).
- (14) Duferco rozpoczęła działalność w Belgii w 1997 r., przejmując znajdujące się w bardzo trudnej sytuacji finansowej zakłady metalurgiczne w Clabecq przy wsparciu regionu Walonii (poprzez objęcie udziału kapitałowego w wysokości 8,75 mln EUR i pożyczkę w wysokości 13,75 mln EUR) ⁽⁵⁾. W 1999 r. Duferco odkupiła od grupy Hoogovens fabryki Gustave Boël w La Louvière również przy wsparciu regionu Walonii (zamiana długu w wysokości 12,5 mln EUR na 25 % udziałów w kapitale własnym i pożyczka w wysokości 25,3 mln EUR) ⁽⁶⁾. W 2002 r. Duferco przejęła przedsiębiorstwo obróbki cieplnej metali w Charleroi, które zmieniło nazwę na Carsid, we współpracy z Usinor i ponownie przy wsparciu regionu Walonii (poprzez udział kapitałowy SOGEPa w Carsid w wysokości 20 mln EUR obniżony do 9 mln EUR w odpowiedzi na decyzję o wszczęciu postępowania ⁽⁷⁾ w ramach postępowania określonego w art. 6 ust. 5 decyzji Komisji nr 2496/96/EWWiS ⁽⁸⁾). Postępowanie to zakończyło się w dniu 15 października 2003 r. ⁽⁹⁾ przyjęciem przez Komisję decyzji negatywnej z uzasadnieniem, że nie można traktować na równi inwestycji w nową spółkę, w przypadku gdy jedynie akcjonariusz publiczny ponosi nowe ryzyko, zaś akcjonariusz prywatny przenosi tylko daną działalność lub istniejący projekt do nowej spółki.
- (15) W wyniku tej serii transakcji nabycia Duferco posiadała trzy główne spółki zależne w Belgii: Duferco Clabecq, Duferco La Louvière („DLL”) i Carsid.
- (16) W 2006 r. Duferco zawarła partnerstwo strategiczne z rosyjską grupą działającą w sektorze hutnictwa żelaza i stali Novolipetsk („NLMK”). Partnerstwo to miało na celu wykorzystanie obecności NLMK na rynku wyższego szczebla w łańcucha produkcji stali (dostawa surowców i wytwarzanie półproduktów). W ramach partnerstwa NLMK miała udział kapitałowy wynoszący 50 % w jednej ze spółek holdingowych grupy Duferco, działającej pod firmą Steel Invest and Finance („SIF”) i zarejestrowanej w Luksemburgu. Do SIF włączono liczne aktywa grupy Duferco, w tym Duferco Clabecq, DLL i Carsid. Na koniec 2006 r. do SIF przyłączyła się amerykańska spółka zależna Duferco Farrell Corporation. W dniu 18 grudnia 2006 r. zawarto umowę między Duferco a NLMK. NLMK nabyła 50 % udziałów w SIF wraz z bezwarunkową opcją kupna co najmniej jednej akcji SIF.

⁽⁴⁾ Zob. przypis 2.

⁽⁵⁾ Decyzja Komisji z dnia 25 listopada 1997 r. w sprawie N 680/97, Belgia – Udział finansowy regionu Walonii w przedsiębiorstwie „Duferco Belgique SA”.

⁽⁶⁾ Decyzja Komisji z dnia 26 maja 1999 r. w sprawie N246/99, Belgia – Udział finansowy belgijskich władz publicznych na rzecz przedsiębiorstwa HUGB (stal EWWiS).

⁽⁷⁾ Dz.U. C 95 z 19.4.2002, s. 2.

⁽⁸⁾ Decyzja Komisji nr 2496/96/EWWiS z dnia 18 grudnia 1996 r. ustanawiająca wspólnotowe zasady pomocy państwa dla sektora hutnictwa żelaza i stali (Dz.U. L 338 z 28.12.1996, s. 42).

⁽⁹⁾ Decyzja Komisji 2005/137/WE z dnia 15 października 2003 r. w sprawie udziału finansowego regionu walońskiego w przedsiębiorstwie Carsid SA (Dz.U. L 47 z 18.2.2005, s. 28).

- (17) Latem 2011 r. partnerstwo Duferco i NLMK zakończyło się. Obie spółki podzieliły się aktywami SIF. Duferco przejęła sektor „wyrobów długich” DLL, niektóre rodzaje działalności związanej z dywersyfikacją i aktywa Carsid. Wszystkie te belgijskie aktywa włączono do nowej spółki zależnej Duferco Long Products („DLP”) będącej spółką prawa luksemburskiego utworzoną w marcu 2011 r.
- (18) W 2012 r. zakład Carsid został ostatecznie zamknięty. W 2013 r. Duferco podjęła decyzję o zaprzestaniu działalności związanej z produkcją „wyrobów długich” w zakładzie La Louvière.
- (19) Konsolidację grupy Duferco przeprowadzono na poziomie spółki dominującej Duferco Participations Holding („DPH”). W latach 2003–2010 kapitał własny DPH zmienił się z [...] (*) mln EUR w 2003 r. na [...] mln EUR.
- (20) DPH miała początkowo siedzibę [...], ale następnie została przeniesiona [...]. DPH sama stanowi własność innych spółek: [...].

2.2. ŚRODKI OBJĘTE POSTĘPOWANIEM WYJAŚNIAJĄCYM

- (21) W latach 2003–2011 FSIH dokonała sześciu interwencji na rzecz spółek zależnych Duferco na łączną kwotę 517 mln EUR.

2.2.1. POCHODZENIE ZASOBÓW, KTÓRE POSŁUŻYŁY DO SFINANSOWANIA ŚRODKÓW

- (22) SOGEPa jest spółką akcyjną z udziałem kapitału publicznego stanowiącą w 100 % własność regionu Walonii. Zapewnia ona wdrażanie decyzji podejmowanych przez rząd Walonii w zakresie interwencji dotyczących spółek handlowych i zarządzania tymi interwencjami. Ponadto jest głównym narzędziem polityki regionu Walonii w sektorze hutnictwa żelaza i stali. Spółka ta powstała w 1999 r. w wyniku połączenia spółek Société Wallonne pour la Sidérurgie (SWS) i Société pour la gestion de participations de la Région wallonne dans des sociétés commerciales (SOWAGEP).
- (23) Zgodnie z informacjami podanymi na stronie internetowej SOGEPa w przypadku interwencji przeprowadzanych na wniosek rządu Walonii SOGEPa wykonuje dwa rodzaje szczególnych zadań: (i) przeprowadzanie analizy i wyrażanie opinii przed podjęciem przez rząd Walonii ewentualnej decyzji; (ii) wykonywanie i monitorowanie decyzji podjętych przez rząd Walonii. W ramach wykonywania decyzji rządu Walonii służby SOGEPa negocjują i opracowują umowy z akcjonariuszami lub umowy pożyczki zgodnie z warunkami ewentualnie określonymi w decyzji rządu dotyczącej interwencji.
- (24) Monitorowanie interwencji polega zasadniczo na udziale SOGEPa i jej współpracowników w zarządach spółek będących beneficjentami interwencji jako członków zarządu lub obserwatorów. Wiąże się ono również z uczestnictwem w walnych zgromadzeniach i zasadniczo regularnym monitorowaniem interesów regionu Walonii.
- (25) Rząd Walonii mianuje członków zarządu SOGEPa. Deleguje również do niej dwóch komisarzy rządowych.
- (26) W dniu 27 marca 2003 r. SOGEPa utworzyła FSIH z kapitałem w wysokości 180 mln EUR. Zgodnie z aktem założycielskim FSIH „ma na celu inwestowanie, w dowolnej formie, w przedsiębiorstwa zagraniczne związane z sektorem hutnictwa żelaza i stali lub przeprowadzanie z nimi wszelkiego rodzaju transakcji finansowych”. W tym celu FSIH „będzie mogła w szczególności wspierać wszelkie formy współpracy między tymi przedsiębiorstwami a przedsiębiorstwami walońskimi”.
- (27) Członków zarządu FSIH mianuje walne zgromadzenie, a zatem SOGEPa. Walne zgromadzenie odbyło się w dniu 27 marca 2003 r., tj. tuż po utworzeniu FSIH, a jego skutkiem było powołanie członków i prezesa zarządu. Na stanowisko prezesa powołano tę samą osobę, która była prezesem SOGEPa. Sytuacja łączenia funkcji trwała do dnia 31 marca 2013 r.

2.2.2. ŚRODEK 1: UDZIAŁ KAPITAŁOWY W DUFERCO US (9 KWIEŃNIA 2003 R. – 12 GRUDNIA 2006 R.)

- (28) Duferco US Investment Corp. („Duferco US”) jest spółką holdingową, która posiada 100 % udziałów w jednej spółce, mianowicie w spółce Duferco Farrell Corp. („Farrell”). Przed wprowadzeniem środka objętego postępowaniem wyjaśniającym spółka Duferco US należała w 99,8 % do grupy Duferco za pośrednictwem jednej z jej przemysłowych spółek zależnych Duferco Industrial Investment („DI”).

(*) Informacja poufna.

- (29) Farrell jest przedsiębiorstwem działającym w sektorze hutnictwa żelaza i stali mającym z siedzibą w Pensylwanii (Stany Zjednoczone). Produkuje stal laminowaną na gorąco i na zimno.
- (30) W dniu 9 kwietnia 2003 r. FSIH kupiła połowę akcji minus jedna akcja Dufenco US za kwotę 97,22 mln dolarów amerykańskich (USD) (tj. 90 mln EUR). DII pozostawała właścicielem drugiej połowy akcji minus jedna akcja. Pozostałe dwie akcje umieszczono w „spółce specjalnego przeznaczenia” (spółce celowej) odpowiedzialnej za ich zajęcie przez czas trwania partnerstwa między FSIH a DII. Tego samego dnia FSIH nabyła za kwotę 5 mln EUR opcję kupna pozwalającą nabyć obie akcje wspomnianej spółki celowej, a zatem uzyskać kontrolę nad Dufenco US; opcja ta nie została jednak nigdy wykonana.
- (31) Przed nabyciem w 2003 r., za pośrednictwem FSIH, połowy akcji minus jedna akcja Dufenco US, SOGEPa zleciła wycenę wartości Farrell. Według brytyjskiej spółki doradczej Hatch Beddows średnia wartość zachowawcza Farrell wyniosła 330 mln USD. Badanie dodatkowe zostało również przeprowadzone przez amerykańskie przedsiębiorstwo doradcze World Steel Dynamics, które oszacowało wartość Farrell na 410 mln USD. Z porównania tych dwóch analiz wynika, że średnia wartość Farrell wynosi 375 mln USD. Wyrażona w euro ta średnia wartość wynosi około 345,5 mln EUR według średniego miesięcznego kursu walutowego USD/EUR z kwietnia 2003 r.
- (32) FSIH otrzymała dywidendę w wysokości 2,5 mln USD w 2005 r. za rok obrotowy kończący się w dniu 30 września 2004 r. Belgia wyjaśniła w swoich uwagach, że dywidendę otrzymano w dniu 23 czerwca 2005 r. Według średniego rocznego kursu walutowego USD/EUR w 2005 r. dywidenda ta stanowiła równowartość około 2,01 mln EUR.
- (33) Podobnie jak w przypadku wielu sektorów przemysłu przetwórczego na wyniki Farrell mogła mieć bezpośredni wpływ cena zakupu nakładów (kęsisk płaskich). W dniu 15 września 2005 r. w celu ograniczenia zmienności swoich wyników Farrell podpisała z Dufenco umowę na zaopatrzenie w kęsiska płaskie. Umowa ta stanowi, że Dufenco ma dostarczać Farrell kęsiska płaskie po cenie określonej w umowie, tak aby marża Farrell nie wykraczała poza dany przedział ([...]).
- (34) W dniu 1 stycznia 2006 r. grupa Dufenco zawarła umowę z grupą [...]. Zgodnie z tą umową [...] dostarczała Dufenco kęsiska płaskie po cenie obliczonej jako (i) cena sprzedaży wyrobów gotowych Farrell (ii) pomniejszona o koszty przetworzenia przez Farrell (iii) powiększona o marżę. Umowa ta pozwalała pokryć na poziomie grupy Dufenco ryzyko, które zostało przeniesione z Farrell na tę grupę na podstawie umowy z dnia 15 września 2005 r.
- (35) W 2006 r. FSIH podjęła decyzję o ponownym rozważeniu celowości swojego udziału kapitałowego w Dufenco US. W związku z tym w dniu 14 czerwca 2006 r. DII i FSIH uzgodniły, że DII będzie dysponowała opcją kupna wszystkich akcji będących własnością FSIH za kwotę 95 mln EUR. Wydaje się, że opcję tę przyznano bez wynagrodzenia.
- (36) Ta opcja kupna wpisywała się również w kontekst negocjacji w sprawie partnerstwa strategicznego między Dufenco a NLMK. Chodziło bowiem o włączenie Dufenco US do SIF.
- (37) W dniu 12 grudnia 2006 r., w następstwie wykonania tej opcji kupna przez [...], spółkę z grupy Dufenco, która zastąpiła DII w zakresie wszystkich praw i obowiązków związanych z niniejszym środkiem, FSIH wyszła z Dufenco US. W związku z tym grupa Dufenco stała się ponownie całkowitym właścicielem Dufenco US w dniu 12 grudnia 2006 r. za kwotę 125,85 mln USD (tj. 95 mln EUR). W dniu 18 grudnia 2006 r. 50 % udziałów SIF przeniesiono do NLMK.

2.2.3. ŚRODEK 2: UDZIAŁ KAPITAŁOWY W DPH (9 KWIEŃNIA 2003 R. – 14 CZERWCA 2006 R.)

- (38) W dniu 9 kwietnia 2003 r. FSIH nabyła od [spółki, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] mającej wówczas siedzibę w [...], a obecnie w [...], około 25 % kapitału podstawowego DPH, a także jedną akcję uprzywilejowaną („preferred share”) dającą prawo pierwszeństwa w odniesieniu do dywidend. Wcześniej FSIH zwróciło się do spółki doradczej Ernst & Young o wycenę wartości DPH. Zgodnie z tą wyceną wartość 25 % DPH wynosiła między [...] a [...] mln USD, co daje średnią wartość [...] mln USD. Cena transakcji między FSIH a [spółką, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] wyniesie ostatecznie 86,42 mln USD, tj. około 80 mln EUR według średniego miesięcznego kursu walutowego USD/EUR w kwietniu 2003 r.
- (39) Strony uzgodniły, że ze względu na posiadanie akcji uprzywilejowanej FSIH będzie przysługiwało prawo pierwszeństwa do dywidend DPH jak następuje: (i) przyznanie kwoty 2 mln EUR za każdy rok z lat obrotowych 2003 i 2004; (ii) przyznanie kwoty 4 mln EUR za każdy kolejny rok obrotowy do 2012 r.

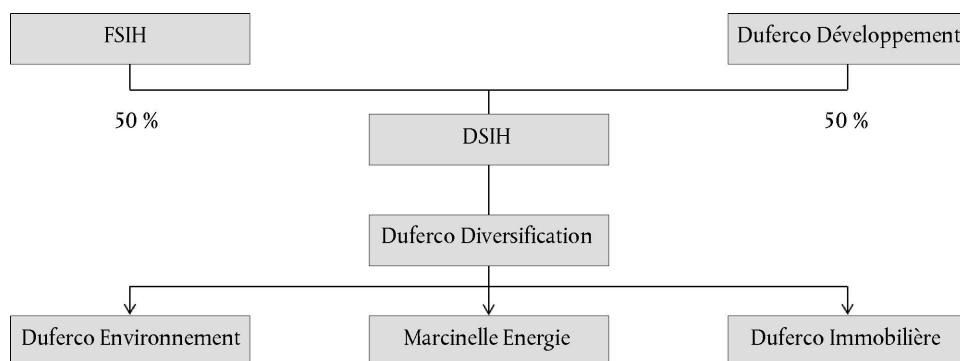
- (40) W styczniu 2005 r. FSIH uzyskała w ten sposób dywidendę w wysokości 4 mln EUR za lata obrotowe 2003 i 2004. Nie wydaje się, aby wypłacono dywidendę za rok 2005. Rok 2006 nie był zamknięty przed odsprzedaniem przez FSIH jej udziałów.
- (41) W 2006 r. FSIH postanowiła wycofać się z DPH. W oczekiwaniu na swoje wyjście FSIH ponownie powierzyła Ernst & Young zadanie wyceny swoich 25 % udziałów w DPH. W sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. 25 % udziałów wyceniono na [...]–[...] mln USD, tj. około [...]–[...] mln EUR według średniego rocznego kursu walutowego USD/EUR w 2006 r.
- (42) Strony nie przyjęły wyceny zawartej w sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. W dniu 14 czerwca 2006 r. FSIH faktycznie sprzedała swoje udziały za kwotę [...] mln USD, tj. [...] mln EUR [spółce, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH].

2.2.4. ŚRODEK 3: UDZIAŁ KAPITAŁOWY W DSIH (14 GRUDNIA 2006 R.)

- (43) Oprócz metalurgii Dufenco rozwijało w Belgii działalność związaną z dywersyfikacją, którą zgromadzono we wrześniu 2006 r. w nowej spółce zależnej powiązanej z SIF: Carsid Développement. W grudniu 2006 r., kilka dni przed objęciem przez NLMK częściowej kontroli nad SIF, podjęto decyzję dotyczącą wyjścia Carsid Développement z partnerstwa z rosyjską spółką.
- (44) Dufenco połączyło się wówczas z FSIH w celu przejęcia i zwiększania aktywów Carsid Développement. W celu przyjęcia tych aktywów w dniu 29 listopada 2006 r. stworzono nową spółkę [...]. W momencie jej utworzenia akcjonariusz spółki nazywał się [...], a jej początkowy kapitał zakładowy wynosił [...] mln EUR (subskrybowany, ale nieopłacony z wyjątkiem jednej akcji o wartości nominalnej 1 EUR). Już na pierwszym posiedzeniu w dniu 7 grudnia 2006 r. zarząd [...] wyraził jednak zgodę na przeniesienie istniejącej akcji z [...] na FSIH. Następnie wyraził zgodę na subskrypcję przez spółkę zależną grupy Dufenco, Dufenco Développement, jednej akcji o wartości nominalnej 1 EUR. Zarząd podjął również decyzję o zmianie firmy spółki na Dufenco Salvage Investments Holding („DSIH”). Na dzień 7 grudnia FSIH i Dufenco posiadały więc kolejną wspólną spółkę zależną, DSIH, gotową przyjąć aktywa Carsid Développement.
- (45) W dniach 11 i 14 grudnia 2006 r. FSIH i Dufenco Développement podwyższyły każda kapitał DSIH o [65–72] mln EUR, co odpowiada 50 % udziałów, w gotówce. Ze środków tych wykupiono w dniu 14 grudnia 2006 r. wszystkie akcje Carsid Développement za kwotę [...] mln EUR. Firmę Carsid Développement zmieniono na Dufenco Diversification.
- (46) Dufenco Diversification było wobec tego posiadaczem 100 % udziałów w trzech następujących spółkach: Dufenco Environnement, Dufenco Immobilière i Marcinelle Energie. Dufenco Environnement prowadziło w szczególności projekt oczyszczania terenów znajdujących się w [...] i należących do Dufenco Développement (tzw. projekt [...]). Dufenco Immobilière gromadziło wszystkie nieruchomości stanowiące wcześniej własność Carsid. Ponadto Marcinelle Energie miała na celu w 2006 r. zakończyć budowę elektrowni gazowo-parowej (zakładu kogeneracyjnego zasilanego turbiną gazową o cyklu łączonym lub turbiną gazowo-parową) w Charleroi.

Wykres 1

Spółki zaangażowane w środek 3



- (47) W 2008 r. 80 % projektu Marcinelle sprzedano włoskiemu przedsiębiorstwu elektroenergetycznemu ENEL za kwotę [30–37] mln EUR.
- (48) W dniu 26 marca 2010 r. Dufenco Développement subskrybowała dodatkową akcją DSIH, co z 67 001 akcjami (w przeciwieństwie do 67 000 akcji stanowiących własność FSIH) zapewniało jej pakiet kontrolny w DSIH.
- (49) W czerwcu 2011 r., po zakończeniu partnerstwa między Dufenco a NLMK, Dufenco i FSIH podjęły decyzję o zgromadzeniu wszystkich ich walońskich aktywów, w sektorze hutnictwa żelaza i stali i związanych z dywersyfikacją, w nowej, jednej spółce zależnej: DLP. Aktywa w sektorze hutnictwa żelaza i stali pochodzące z likwidacji SIF włączono do DLP za pośrednictwem spółki zależnej działającej pod firmą Dufenco La Louvière Produits Longs („DLLPL”, zob. środek 6). Jeżeli chodzi o działalność związaną z dywersyfikacją, szereg operacji przeprowadzonych latem 2011 r. doprowadził również do włączenia jej do DLP:
- [...],
- po zakończeniu tych operacji wszystkie belgijskie aktywa Dufenco (w tym były aktywa DSIH) zgromadzono więc w DLP za pośrednictwem jej spółki zależnej Dufenco Belgium.

2.2.5. ŚRODKI 4 I 5: POŻYCZKI DLA [SPÓŁKI, KTÓRA W ODNOŚNYM OKRESIE STAŁA NA CZELE GRUPY DUFERCO,] I SIF W 2009 R.

- (50) W 2009 r. FSIH udzieliła pożyczki na łączną kwotę 100 mln EUR spółce [...] stojącej na czele grupy Dufenco na okres sześciu lat. W momencie udzielania pożyczki spółka ta była zarejestrowana w [...]. Obecnie stała się spółką [...] będącą spółką prawa [...].
- (51) Przede wszystkim zgodnie z umową podpisaną w dniu 4 września 2009 r. FSIH udzieliła pożyczki w wysokości [30–40] mln EUR. Stopę procentową zastosowaną w odniesieniu do pożyczki ustalono na poziomie dwunastomiesięcznej stopy EURIBOR (1,302 %) powiększonej o 75 punktów bazowych, tj. 2,052 % w momencie zawierania umowy. Zgodnie z informacjami przedstawionymi przez Belgię w dniu 4 czerwca 2013 r. faktycznie przyjęta stopa procentowa wynosiła 2,04 %. Kwota główna miała zostać spłacona jednorazowo, w dniu 31 grudnia 2015 r. lub wcześniej w przypadku zmiany kontroli SIF. Odsetki od pożyczki były co roku kapitalizowane i płatne w należnym terminie od niespłaconego salda zobowiązania, od szóstego roku lub wcześniej w przypadku zmiany kontroli SIF.
- (52) Opcje spłaty w przypadku zmiany kapitału SIF, zawarte w art. 1.1 umowy pożyczki, wprowadzono w celu uwzględnienia wzajemnych opcji kupna wynegocjowanych przez Dufenco i NLMK w odniesieniu do SIF do umowy z dnia 1 lutego 2008 r. W umowie z 2008 r. przewidziano bowiem, że taka opcja podlegała wykonaniu w dowolnym momencie od grudnia 2010 r. po cenie [...] mln USD. Na mocy art. 6.1 umowy pożyczki między FSIH a [spółką, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Dufenco,] w przypadku zmiany kontroli SIF pożyczkobiorca miał obowiązek w pierwszej kolejności przeznaczyć sumy otrzymane przy tej okazji na spłatę całej pożyczki udzielonej przez FSIH.
- (53) Pożyczka była objęta dwoma rodzajami zabezpieczeń:
- spoczywającym na [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Dufenco,] obowiązku przeznaczenia na spłatę pożyczki udzielonej przez FSIH środków pochodzących ze sprzedaży na rzecz NLMK udziałów Dufenco w SIF po wykonaniu opcji kupna przewidzianej w umowie z dnia 1 lutego 2008 r., oraz
- zastawem na [...] akcjach zwykłych spółki DPH.
- (54) W grudniu 2009 r. do umowy pożyczki z dnia 4 września 2009 r. dodano aneks. FSIH udzieliła [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Dufenco,] kolejnej pożyczki w wysokości [60–70] mln EUR. Stopę procentową zastosowaną w odniesieniu do pożyczki ustalono również na poziomie dwunastomiesięcznej stopy EURIBOR (1,302 %) powiększonej o 75 punktów bazowych, tj. 2,052 % w momencie zawierania umowy. Zgodnie z informacjami przedstawionymi przez Belgię w dniu 4 czerwca 2013 r. faktycznie przyjęta stopa procentowa wynosiła 1,99 % przy wpłacie pożyczki. Takie same warunki jak w umowie z dnia 4 września mają zastosowanie w odniesieniu do spłaty pożyczki (kwoty głównej i odsetek). Jeżeli chodzi o zabezpieczenia, zastawem objęto [...] dodatkowych akcji DPH.
- (55) Zgodnie ze sprawozdaniem rocznym Dufenco za 2009 r. łączna wartość zabezpieczenia obu pożyczek wynosiła około [...] mln USD. Według Belgii wartość tego zabezpieczenia odpowiadała tej kwocie w przypadku oparcia jej jedynie na aktywach netto w momencie udzielania pożyczki.

- (56) Pożyczkę spłacono przedterminowo w lipcu 2011 r. ze względu na przejście całej SIF przez NLMK.
- (57) W tym samym czasie zgodnie z dwiema umowami podpisanymi w dniach 29 września i 22 grudnia 2009 r. FSIH udzieliła SIF pożyczki w wysokości 75 mln EUR. Pożyczkę wpłacono w dwóch transzach w wysokości 20 mln EUR we wrześniu 2009 r. i 55 mln EUR w grudniu 2009 r. Stopę procentową zastosowaną w odniesieniu do pożyczki ustalono na poziomie dwunastomiesięcznej stopy EURIBOR (1,302 %) powiększonej o 75 punktów bazowych, tj. 2,052 % w momencie zawierania umowy. Zgodnie z informacjami przedstawionymi przez Belgię w dniu 4 czerwca 2013 r. faktycznie przyjęta stopa procentowa wynosiła 1,99 % przy wpłacie obu transzy.
- (58) Kapitał miał zostać spłacony [...]. Odsetki były [...]. Ponadto zgodnie z art. 5 umowy pożyczki [...].
- (59) W dniu 29 czerwca 2011 r. strony uzgodniły, że uwzględniając negatywną sytuację sektora hutnictwa żelaza i stali na świecie oraz zmianę kontroli SIF, SIF miała spłacić pożyczkę przedterminowo w trzech płatnościach rozłożonych na lata 2011, 2012 i 2013. W dniu 30 czerwca 2011 r. SIF spłaciła część kapitału, tj. [15–25] mln EUR, oraz odsetki narosłe do tego dnia, tj. [1–2] EUR. W ostatnim aneksie z dnia 30 września 2013 r. przewidziano przedterminową spłatę niespłaconego salda zobowiązania, tj. [55–65] mln EUR kwoty głównej i [1–2] mln EUR odsetek. W swojej odpowiedzi dotyczącej decyzji o wszczęciu postępowania Belgia poinformowała Komisję, że wiarygodność SIF wobec FSIH została spłacona w całości.

2.2.6. ŚRODEK 6: PODWYŻSZENIE KAPITAŁU DLP O 100 MLN EUR

- (60) Latem 2011 r. FSIH dokonała zastrzyku kapitałowego o łącznej wartości 100 mln EUR na rzecz DLP, spółki inwestycyjnej prawa luksemburskiego utworzonej w celu przyjmowania równoległych inwestycji FSIH i Duferco w Belgii. Inwestycji tej dokonano dwuetapowo.
- (61) Najpierw w dniu 29 czerwca 2011 r. FSIH udzieliła DLP pożyczki zamiennej w wysokości 30 mln EUR według dwunastomiesięcznej stopy EURIBOR powiększonej o 200 punktów bazowych (tj. $2,137 + 2\% = 4,137\%$). Umowę pożyczki zawarto na dziesięć lat. Pożyczka nie była w żaden sposób zabezpieczona, biorąc pod uwagę cel stron, jakim było przeprowadzenie jej konwersji na kapitał. Konwersję pożyczki na kapitał faktycznie przeprowadzono w dniu 23 września 2011 r.
- (62) W dniu 7 lipca 2011 r. Duferco za pośrednictwem swojej spółki zależnej DII wzięło udział w podwyższeniu kapitału DLP o 101 mln EUR, tj. 50,26 % kapitału zakładowego DLP.
- (63) W dniu 14 lipca 2011 r. FSIH przyznała DLP 70 mln EUR poprzez podwyższenie kapitału.
- (64) Na skutek swojej inwestycji FSIH posiadała 49,74 % udziałów w kapitale zakładowym DLP.
- (65) Podwyższenie kapitału o 201 mln EUR (zastrzyk kapitałowy w wysokości 100 mln EUR dokonany przez FSIH i w wysokości 101 mln EUR dokonany przez Duferco) podpisano w celu:
- (i) zakupu akcji DLLPL i akcji innej belgijskiej spółki zależnej Duferco, Duferco Trebos, za kwotę odpowiednio [80–100] i [5–15] mln EUR. Operacje te odpowiadały dążeniu Duferco i FSIH, opisanego już w odniesieniu do środka 3, do zgromadzenia wszystkich walońskich aktywów Duferco w DLP po zakończeniu partnerstwa między Duferco a NLMK;
 - (ii) zakupu zapasów Duferco La Louvière Sales ⁽¹⁰⁾ za kwotę [50–70] mln EUR;
 - (iii) zainwestowania [30–40] mln EUR w DLLPL, która zmieniła firmę na Duferco Belgium, w celu wyprodukowania nowej linii ciągłego odlewania stali.
- (66) W grudniu 2012 r. podjęto decyzję o ponownym podziale działalności Duferco w sektorze hutnictwa żelaza i stali (w większości wygasłej) i poza hutnictwem w Walonii. Duferco Belgium zachowała działalność w sektorze hutnictwa żelaza i stali, podczas gdy działalnością związaną z dywersyfikacją zajmowała się nowa spółka zależna DLP: Duferco Wallonie. W wyniku tych reorganizacji schemat organizacyjny grupy wyglądał następująco:

Wykres 2

Spółki zaangażowane w środek 6

[...]

⁽¹⁰⁾ Duferco La Louvière Sales jest spółką kontrolowaną przez SIF.

3. PODSUMOWANIE WĄTPLIWOŚCI WYRAŻONYCH W DECYZJI O WSZCZĘCIU POSTĘPOWANIA

3.1. OBECNOŚĆ POMOCY

3.1.1. ŚRODEK 1

- (67) Komisja przypomina, że jej wątpliwości nie dotyczyły warunków, w których FSIH nabyła swój udział kapitałowy w Duferco US. Komisja wyraziła natomiast wątpliwość, czy warunki, na których FSIH pozwoliła na zakończenie swojego udziału kapitałowego w Duferco US były zgodne z testem prywatnego inwestora. W celu uzasadnienia swoich wątpliwości wysunęła różne argumenty.
- (68) Po pierwsze cena sprzedaży w euro była taka sama w 2006 r. jak cena nabycia w 2003 r., co przesądza o przeciętnej rentowności w okresie posiadania. Komisja przyjęła to ze zdziwieniem, uwzględniając dodatnie wyniki uzyskane przez Duferco US w latach 2003–2006 i związane z tym podwyższenie kapitału własnego Duferco US. W tym względzie Komisja kwestionuje opinię Belgii, zgodnie z którą stopę zwrotu z udziałów należało wycenić w dolarach amerykańskich (walucie funkcjonalnej Duferco US), a nie w euro (walucie funkcjonalnej FSIH).
- (69) Następnie Komisja wyraziła zdziwienie brakiem wyceny poprzedzającej ustalenie ceny wykonania opcji.
- (70) Komisja zakwestionowała również motywy wycofania się FSIH, a w szczególności jej postrzeganie odwrócenia cyklu koniunkturalnego w nadchodzących latach. W tym względzie Komisja wyraziła wątpliwość, czy inwestor prywatny zgodziłby się na tak długi (prawie 10-letni) okres obowiązywania opcji, nawet gdyby twierdził, że przewiduje przyszłe odwrócenie cyklu koniunkturalnego. Zauważyła ponadto, że umowy z 2005 i 2006 r., zawarte odpowiednio z Duferco i [...], zmniejszyły ekspozycję Duferco US na wahania rynku i w związku z tym przyczyniły się do zwiększenia jej atrakcyjności.
- (71) Ponadto Komisja wyraziła zdziwienie, że opcję kupna przyznano bezpłatnie, chociaż posiadała pewną wartość ekonomiczną dla grupy Duferco, która mogła wykonać ją w dogodnym dla siebie terminie.

3.1.2. ŚRODEK 2

- (72) Komisja wyraziła wątpliwość, czy warunki, na których FSIH zakończyła swój udział kapitałowy w DPH były zgodne z testem prywatnego inwestora.
- (73) Oprócz zakwestionowania wykorzystania dolara amerykańskiego do oszacowania rentowności inwestycji w DPH Komisja wyraziła w szczególności wątpliwość dotyczącą zasadności metody ustalania ceny zbycia. W szczególności wyraziła zdziwienie różnicą między ceną przyjętą przez strony a niezależną wyceną przeprowadzoną przez Ernst & Young w 2006 r.
- (74) Podczas wstępnego etapu badania Belgia uzasadniła tę różnicę uwzględnieniem pięciu redukcji wartości. Komisja zakwestionowała fakt, że te redukcje wartości rzeczywiście wystąpiły w negocjacjach między [spółką, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] a FSIH, a oprócz tych wątpliwości formalnych podniosła kwestię ich uzasadnienia ekonomicznego.
- (75) Ponadto Komisja miała wątpliwości dotyczące motywów wycofania się FSIH.
- (76) Podsumowując, Komisja wysunęła koncepcję, że daleko od działania jak inwestor prywatny FSIH starała się jedynie odzyskać swój początkowy wkład w wysokości 80 mln EUR, podwyższony tylko o dywidendę w wysokości 4 mln EUR należną za 2005 r., ale której jeszcze jej nie wypłacono.

3.1.3. ŚRODEK 3

- (77) Komisja wyraziła wątpliwość, czy warunki, w których FSIH zainwestowała w DSIH były zgodne z testem prywatnego inwestora.
- (78) W odpowiedzi na stwierdzenie Belgii dotyczące charakteru *pari passu* transakcji Komisja zauważyła, że w momencie dokonywania inwestycji DSIH znajdowała się już w sferze kontroli Duferco i że aktywa wniesione do tej nowej spółki zależnej również stanowiły już własność Duferco (w 50 % za pośrednictwem SIF). W tych warunkach wyłącznie nowy akcjonariusz (publiczny) ponosił nowe rodzaje ryzyka, a operacji nie można było uznać za dokonaną na zasadzie równorzędności.

- (79) W odniesieniu do wyceny Duferco Diversification i jej spółek zależnych:
- Komisja wyraziła zdziwienie faktem, że chciano wycenić na kwotę [...] mln EUR projekt zaawansowany w tak niewielkim stopniu jak projekt [...].
 - Komisja wyraziła swoje wątpliwości dotyczące wyceny projektu Marcinelle, uwzględniając założenia, na których się opierała.
- (80) Ponadto Komisja miała wątpliwości dotyczące skutków, jakie miało dla FSIH odsprzedanie Duferco Diversification spółce DLP w 2011 r., w związku z faktem, że DLP było jedynie w 49,7 % własnością FSIH, chociaż FSIH posiadała wszystkie akcje minus jedna akcja DSIH.

3.1.4. ŚRODKI 4 I 5

- (81) Komisja wyraziła wątpliwości dotyczące stwierdzenia Belgii, zgodnie z którym stopa procentowa przyjęta w odniesieniu do obu pożyczek nie zawierała żadnego elementu pomocy, ponieważ znacznie przewyższała zmienną średnią stopę procentową stosowaną przez banki w odniesieniu do [spółki, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] i grupy SIF, tj. odpowiednio 1,31 % i 1,92 %.
- (82) W kwestii pożyczki udzielonej [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] informacje przekazane wówczas przez Belgię nie pozwoliły znaleźć pożyczek prywatnych o podobnych cechach.
- (83) W przedmiocie pożyczki przyznanej SIF Komisja wyraziła wątpliwość, czy można przypisać przedsiębiorstwu jako rating kredytowy AAA i wyraziła zdziwienie brakiem zabezpieczeń pożyczki.
- (84) W związku z tym Komisja nie była w stanie wykluczyć ostatecznie możliwości, że pożyczki udzielone [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] i SIF zawierały elementy pomocy państwa.

3.1.5. ŚRODEK 6

- (85) Komisja wyraziła wątpliwości dotyczące zgodności podwyższenia kapitału DLP o 100 mln EUR z testem prywatnego inwestora.
- (86) Zauważyła, że inwestycji nie można a priori uznać za dokonaną na zasadzie równorzędności, ponieważ w przypadku Duferco inwestycji dokonano w spółkę będącą już własnością grupy. W tych warunkach akcjonariusz publiczny i akcjonariusz prywatny nie ponosili tych samych rodzajów ryzyka, ponieważ akcjonariusza prywatnego nie można uznać za niezależnego wobec przedmiotowej inwestycji.
- (87) W odniesieniu do ceny aktywów nabytych przez DLP Komisja wyraziła wątpliwości dotyczące w szczególności metody przyjętej do wyceny DLLPL, Duferco Trebos i zapasów odkupionych od Duferco La Louvière Sales.

3.2. ZGODNOŚĆ

- (88) Komisja zauważyła, że nie wydaje się, aby jakikolwiek tekst ramowy ani jakiegokolwiek wytyczne Komisji dotyczące kryteriów zgodności w dziedzinie pomocy państwa miały zastosowanie do środków objętych postępowaniem wyjaśniającym. W odniesieniu do w szczególności do możliwości pomocy regionalnej w odnośnych przepisach przewidziano, że taka pomoc w sektorze metalurgicznym jest niezgodna z rynkiem wewnętrznym.

4. UWAGI BELGII

4.1. ŚRODEK 1

- (89) W odniesieniu do testu prywatnego inwestora Belgia uważa, że uwzględniając szczególny kontekst, w którym zawarto umowę sprzedaży akcji Duferco US, nie można przyjąć, że transakcji tej dokonano po cenie rynkowej.
- (90) Po pierwsze Belgia zauważa, że walutą funkcjonalną Duferco US, przedsiębiorstwa mającego siedzibę w Stanach Zjednoczonych, jest dolar amerykański zgodnie z międzynarodowymi standardami rachunkowości MSR nr 21.9. W związku z tym uważa, że inwestycję FSIH i wyliczenie jej stopy zwrotu należy analizować w dolarach amerykańskich, a nie w euro po przeliczeniu. Dodaje, że FSIH przyjęła ryzyko niezabezpieczenia się przez ryzykiem kursu walutowego w zakresie, w jakim bardzo trudno było uzyskać zabezpieczenie, uwzględniając charakter operacji, a w szczególności z uwagi na niepewność dotyczącą daty wycofania się z inwestycji. Belgia potwierdza tym samym, że stopa zwrotu z inwestycji, na podstawie kwot w dolarach amerykańskich, wynosiła 6,81 % rocznie.

- (91) Następnie Belgia kwestionuje fakt, że przy wycenie Duferco US należy uwzględnić wartość kapitału własnego. Argumentuje, że po pierwsze podwyższenie kapitału własnego, jeżeli oczywiście ma ono wpływ na wartość księgową spółki, niekoniecznie powoduje podwyższenie jej wartości rynkowej. Po drugie podkreśla dużą zmienność zysków spółki w latach uwzględnionych przez Komisję. W tym względzie Belgia sprzeciwia się stwierdzeniu Komisji, zgodnie z którym lata 2003–2006 były „zasadniczo okresem przynoszącym zyski” Duferco US i Farrell.
- (92) Belgia utrzymuje, że zamiast przeprowadzać wycenę opartą na kapitale własnym należy przyjąć metodykę wyceny opartą na mnożniku EBITDA (wynik finansowy przed odsetkami, opodatkowaniem, deprecjacją i amortyzacją). Kwestionuje ona wartość mnożnika zastosowanego przez Komisję, opierając się na niezależnych danych S&P Capital IQ. Argumentuje, że średni mnożnik dla przedsiębiorstw podobnych do Duferco US wynoszący ([...]-[...]) jest niższy od mnożnika zastosowanego przez Komisję ([...]). Wynika z tego niższa wycena udziału kapitałowego w Duferco US wynoszącego 49,9 %. Cena zbycia uzgodniona przez strony ([...]) mln USD według Belgii w znacznym stopniu przewyższa wycenę zbytych udziałów ([...] mln USD w przypadku przyjęcia mnożnika wynoszącego [...] i [...] mln USD w przypadku przyjęcia mnożnika wynoszącego [...]).
- (93) W celu udoskonalenia wyceny Belgia powraca następnie do kwestii wpływu umów na zaopatrzenie zawartych przez Farrell, Duferco i [...] we wrześniu 2005 r. i w styczniu 2006 r. Twierdzi, że stabilizacja wyniku EBITDA Farrell wynikająca z tych umów, skutkująca zmniejszeniem ryzyka/stopy zwrotu z inwestycji, uzasadniała cenę zbycia udziałów FSIH w Duferco US wynoszącą między [...] mln USD a [...] mln USD. Podkreśla, że ostatecznie uzgodniona cena zbycia ([...] mln USD) jest znacznie wyższa niż w tych wycenach.
- (94) Ponadto w odniesieniu do wycofania się FSIH Belgia wskazuje na różne przyczyny: (i) zawarcie umowy na dostawę kęsisk płaskich z [...], które, przy jednoczesnej stabilizacji wyników, powodowało jednak ryzyko ograniczenia potencjalnych zysków Duferco US; (ii) trwające negocjacje dotyczące zbycia 50 % udziałów w SIF na rzecz NLMK, których zamiarem było włączenie Duferco US do partnerstwa z rosyjską grupą; (iii) przeświadczenie FSIH o przyszłym odwróceniu cyklu koniunkturalnego na rynku stali; (iv) istnienie dużej płynności w ramach grupy Duferco, co otwierało przed FSIH możliwość zbycia swoich udziałów w Duferco US.
- (95) W odniesieniu do ceny i do terminu zapadalności opcji kupna Belgia twierdzi, że cena opcji była zawarta w wynegocjowanej cenie wykonania i że okres prawie dziesięciu lat był uzasadniony niepewnością dotyczącą daty przeprowadzenia planowanej operacji między Duferco a NLMK.

4.2. ŚRODEK 2

- (96) W odpowiedzi na pierwszą wątpliwość Komisji Belgia podkreśla konieczność oszacowania inwestycji w DPH w USD a nie w euro, ponieważ USD jest walutą funkcjonalną DPH. Zastosowanie USD jako waluty odniesienia pozwoliłoby uzyskać roczną stopę zwrotu z udziałów w DPH w wysokości 8,81 %.
- (97) W odniesieniu do innych wątpliwości Komisji Belgia uzasadnia różnicę między ceną sprzedaży a przedziałem ze sprawozdania Ernst & Young z 2006 r. uwzględnieniem pięciu redukcji wartości.

4.2.1. REDUKCJA WARTOŚCI NR 1 – WYCENA DZIAŁU TRADING W DPH

- (98) DPH jest spółką dominującą, którą tworzą dwa duże działy: dział Trading (handel) i dział Industry (produkcja). W dniu 29 września 2003 r., tj. kilka miesięcy po objęciu przez FSIH udziału kapitałowego w DPH, ta ostatnia sprzedała 50 % udziałów swojego działu Trading (Duferco International Trading Holding – [...]) na rzecz [...]. Sprzedaż ta odbyła się na podstawie wartości księgowej działu Trading, w tym sensie, że cenę sprzedaży obliczono, uwzględniając połowę kapitału własnego Duferco International Trading Holding, tj. 40,83 mln USD lub 36,01 mln EUR według średniego rocznego kursu walutowego USD/EUR w 2003 r.
- (99) Według Belgii cena ta stanowi cenę rynkową. Należało zatem uwzględnić ją podczas przeprowadzanej około trzy lata później wyceny wartości całej grupy. Według Belgii w sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. należało uwzględnić wartość księgową działu Trading, a nie, jak uczyniono, zastosować metodę wyceny – tj. tzw. metodę wskaźnika ceny do zysku – w odniesieniu do całej grupy. Belgia nie zgłasza natomiast zastrzeżeń do tego, aby wycena działu Industry odbywała się nadal zgodnie z tzw. metodą wskaźnika ceny do zysku.

- (100) Wycena działu Trading według jego wartości księgowej polega na zastosowaniu redukcji wartości o 20 do 31 mln USD w stosunku do wyceny ze sprawozdania Ernst & Young z 2006 r.
- (101) Belgia podkreśla ponadto, że nawet gdyby chciano zastosować metodę wskaźnika ceny do zysku w odniesieniu do całej grupy, współczynnik przyjęty w sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. nie odzwierciedlałby profilu ryzyka DPH. Wybór takiej metody nie zwalnia bowiem z przeprowadzenia odrębnej wyceny sektora Trading i sektora Industry, przy czym do każdego z nich należy zastosować inny współczynnik. W sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. popełniono błąd, stosując w odniesieniu do całej grupy (w tym sektora Trading) współczynnik pochodny od porównywalnych przedsiębiorstw prowadzących działalność wyłącznie przemysłową. Handel jest jednak według Belgii działalnością łączącą się z większym ryzykiem niż produkcja. W związku z powyższym należałoby zastosować do tego typu działalności niższy współczynnik ceny do zysku będący odzwierciedleniem mniejszego apetytu inwestorów na ten profil ryzyka (na potwierdzenie tego stwierdzenia Belgia przedstawiła dane zaczerpnięte od S&P Capital IQ). Nie przyjmując takiego podejścia, w sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. zawyżono wartość DPH.

4.2.2. REDUKCJA WARTOŚCI NR 2 – CYKLICZNOŚĆ RYNKU STALI

- (102) Belgia twierdzi, że okres przyjęty przez Ernst & Young w celu oszacowania zysku i współczynnika ceny do zysku w odniesieniu do wyceny Duferco US nie odzwierciedla odpowiednio cykliczności sektora hutnictwa żelaza i stali. W związku z faktem, że okres ten obejmował jedynie cztery lata (2003–2006), w rzeczywistości obejmował trzy dobre lata (2004, 2005 i 2006) i tylko jeden zły rok (2003). Strony dodały więc do swojej analizy lata 2001 i 2002 i określiły inne wagi od wag Ernst & Young dla każdego roku.
- (103) Wartości i wagi przyjęte przez strony prowadzą do wyceny DPH wynoszącej [...] mln USD (w przeciwieństwie do [...] mln USD w przypadku odniesienia Ernst & Young). Ta znaczna różnica wyceny, do której należałoby dodać ponadto skutki pozostałych redukcji wartości i odpisów aktualizujących wartość, dowodziłaby zawyżenia wartości DPH przez Ernst & Young w 2006 r.

4.2.3. REDUKCJA WARTOŚCI NR 3 – BRAK MOŻLIWOŚCI UPŁYNNIENIA UDZIAŁÓW

- (104) Według Belgii należałoby zastosować redukcję wartości odzwierciedlającą brak możliwości upłynnienia udziałów DPH będących własnością FSIH. W celu dokonania oceny płynności akcji spółki powszechnie uwzględnia się następujące czynniki:
- opcja sprzedaży: czy akcjonariusz dysponuje opcją pozwalającą mu sprzedać swoje akcje po uprzednio uzgodnionej cenie? Taka opcja, której w niniejszym przypadku brakuje, spowodowałaby zwiększenie płynności akcji,
 - klauzule zmniejszające atrakcyjność udziałów: FSIH i [spółka, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] dysponowały prawem pierwokupu („first refusal right”) w przypadku zamiaru sprzedaży udziałów osobie trzeciej. Ten rodzaj klauzuli znacznie ogranicza zainteresowanie osoby trzeciej podejmowaniem z jednym z istniejących akcjonariuszy długich i kosztownych negocjacji dotyczących nabycia udziałów. Inny istniejący akcjonariusz może bowiem skorzystać z prawa pierwokupu oferty będącej wynikiem tych negocjacji,
 - kwota dywidend: w przyszłości FSIH mogła oczekiwać przyznania jedynie względnie skromnych dywidend odpowiadających rocznej stopie zwrotu w wysokości 4,8 % (dywidenda w wysokości 4 mln EUR rocznie). Skromny poziom dywidendy ma jednak negatywny wpływ na płynność akcji,
 - czynniki ryzyka mające wpływ na inwestorów: z dużej cykliczności sektora hutnictwa żelaza i stali i ze zmienności zysków DPH wynika, że DPH działa w środowisku obciążonym bardzo dużym ryzykiem. Taki poziom ryzyka ma negatywny wpływ na płynność udziałów,
 - perspektywy wzrostu: w 2006 r. uznawano, że rynek znajdował się w szczytowym momencie cyklu, a zatem perspektywy wzrostu w nadchodzących latach były ograniczone. Również taki czynnik powoduje pogorszenie możliwości upłynnienia akcji,
 - wielkość udziału kapitałowego: im większy udział kapitałowy, tym mniejsza jest liczba ewentualnych kupujących. Jest to tym wyraźniejsze, gdy, jak w niniejszym przypadku, udział jest znaczący, ale pozostaje mniejszościowy,
 - wielkość i kondycja finansowa przedsiębiorstwa: DPH, dysponując kapitałem własnym o wartości [...] mln EUR, jak wynika ze sprawozdania Ernst & Young z 2006 r., można było uznać za małe lub średnie przedsiębiorstwo. Akcje MŚP, zwłaszcza nienotowanego, są trudniej zbywalne niż akcje dużej spółki.

- (105) Uwzględniając te czynniki, a także mając na uwadze „brak zainteresowania tymi udziałami ze strony innych podmiotów”, strony postanowiły zastosować redukcję wartości z tytułu braku możliwości upłynnienia akcji o 40 % zamiast redukcji o 30 % zalecanej przez Ernst & Young.
- (106) Belgia uważa, że dodatkowe redukcje wartości nie wymagają dłuższego wyjaśnienia, ponieważ mieszczą się w zwykle stosowanych przedziałach, a przyjęta redukcja wartości o 40 % jest wynikiem negocjacji między stronami.

4.2.4. REDUKCJA WARTOŚCI NR 4 – REZERWA DOTYCZĄCA DYWIDEND UPRIWILEJOWANYCH FSIH

- (107) FSIH wynegocjowała prawo do dywidendy uprzywilejowanej w wysokości 4 mln EUR rocznie za lata obrotowe 2005–2012. Ernst & Young uwzględniła to prawo w swojej wycenie z 2006 r., uznając, że FSIH mogła spodziewać się kwoty 4 mln USD ⁽¹⁾ rocznie przez siedem lat do 2012 r. (czyli zaktualizowanej sumy 26,3 mln USD).
- (108) Ernst & Young nie dodała tej zaktualizowanej sumy jako takiej do swojej wyceny. Spółka doradcza zastosowała w odniesieniu do niej redukcję wartości o 6,2 %, szacując, że ryzyko niewypłacenia tej dywidendy uprzywilejowanej było porównywalne z ryzykiem niewykonania zobowiązania dotyczącego obligacji o ratingu BBB. W sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. dodano zatem 22,2 mln USD do wartości otrzymanej w odniesieniu do 25 % udziałów DPH.
- (109) Według Belgii strony uznały wówczas, że ta redukcja wartości o 6,2 % nie była wystarczająca w celu odzwierciedlenia ryzyka niewypłacenia dywidendy uprzywilejowanej.
- (110) Tytułem uzasadnienia Belgia przedstawia dwa główne argumenty. Pierwszy dotyczy zmienności wyników DPH: w przypadku niewystarczającego zysku lub stanu środków finansowych DPH powinna zrezygnować z wypłaty dywidendy. Belgia podkreśla w tym względzie, że wypłata dywidendy uprzywilejowanej zależała od uznania spółki. Drugi argument dotyczy organizacji grupy Duferco: w związku z faktem, że spółka zobligowana do wypłaty dywidendy jest spółką holdingową (DPH), zyski na jej poziomie stanowiły jedynie konsolidację zysków generowanych przez jej spółki zależne. Z różnych powodów (w szczególności ze względu na przepisy podatkowe, zobowiązania finansowe, zobowiązania umowne) przenoszenie zysków ze spółek zależnych do spółki holdingowej nie zawsze było łatwe, a nawet możliwe.
- (111) Wszystkie te czynniki były źródłem realnej niepewności dotyczącej przyszłej wypłaty dywidendy uprzywilejowanej DPH. Według Belgii zastosowana redukcja wartości powinna zatem z konieczności być wyższa niż redukcja wartości, którą zastosowano by w odniesieniu do przyszłych stóp zwrotu z obligacji o ratingu BBB. Strony porozumiały się co do wartości 14 % – czyli redukcji wartości o 4 mln USD w stosunku do wyceny Ernst & Young.

4.2.5. REDUKCJA WARTOŚCI NR 5 – PREMIA ZA KONTROLĘ

- (112) Redukcja wartości nr 5 jest w rzeczywistości decyzją o niestosowaniu zwiększenia wartości w wycenie zaproponowanego w sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. W tym sprawozdaniu spółka doradcza zauważa bowiem, że FSIH posiada na mocy umowy akcjonariuszy szczególne uprawnienia pozwalające jej wywierać wpływ na niektóre decyzje strategiczne grupy. W sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. uznano zatem, że należy dodać premię za kontrolę w przedziale od 0 % do 10 % wartości udziałów.
- (113) Według Belgii strony nie zdecydowały się na przyjęcie takiej premii za kontrolę, ponieważ szczególne uprawnienia, o które chodziło, faktycznie nie miałyby żadnej wartości rynkowej w przypadku zbycia osobie trzeciej lub też [spółce, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH]. Według Belgii w przypadku zbycia akcjonariuszowi będącemu osobą trzecią [spółka, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] mogła sprzeciwić się przeniesieniu uprawnień określonych w umowie akcjonariuszy DPH. W związku z tym [spółka, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] nie musiała płacić określonej kwoty za odzyskanie pełnych uprawnień.
- (114) Belgia zauważa, że strony uzgodniły, iż szczególne uprawnienia związane z udziałami FSIH na mocy umowy akcjonariuszy wygasłyby w przypadku zbycia przez jedną z nich swoich udziałów osobie trzeciej. Chociaż nie ulega wątpliwości, że szczególne uprawnienia przewidziane w umowie akcjonariuszy dają FSIH możliwość, co najmniej, wywierania wpływu na zarządzanie DPH i że w związku z tym uprawnienia te musiały mieć pewną wartość w momencie nabycia przez FSIH udziałów w DPH, faktem pozostaje, że FSIH nie mogła swobodnie przenieść na osobę trzecią szczególnych uprawnień, które posiadała. W związku z tym uprawnienia te nie miały żadnej wartości rynkowej.

⁽¹⁾ Należy zauważyć, że Ernst & Young popełniła błąd, zastępując euro dolarami.

4.2.6. INNE OKOLICZNOŚCI KONTEKSTU

- (115) Belgia przedstawia dwie inne okoliczności, które nie doprowadziły do zastosowania redukcji wartości, ale o których chciała wspomnieć, aby Komisja odnotowała różne elementy negocjacji, które były przedmiotem dyskusji między stronami w celu ustalenia ceny końcowej.
- (116) Pierwsza okoliczność kontekstu dotyczy umowy z 2005 r. między DPH a Farrell, w której przewidziano przeniesienie niektórych zysków na Farrell. Ze względu na tę umowę w sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. zastosowano redukcję wartości zysku zgłoszonego („reported earning”) w każdym uwzględnionym roku o 5,5 mln USD. Strony nie zwiększyły tej redukcji wartości.
- (117) Druga okoliczność kontekstu odnosi się do umowy dotyczącej zaopatrywania ze spółką [...]. W umowie tej przewidziano zakup znacznej ilości półproduktów (kęsisk płaskich) po cenie odpowiadającej kosztowi produkcji. W przypadku DPH umowa ta stwarzała zarówno ryzyko straty, jak i możliwość zysku w zależności od cen stali na rynku światowym. W umowie tej przewidziano obowiązki w zakresie zastrzyków kapitałowych i wysokie kary w przypadku wycofania się, a zatem stwarzała ono ryzyko potencjalnego obciążenia dla DPH. W sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. nie oszacowano tego ryzyka, a zgodnie z informacjami przekazanymi Komisji przez Belgię nie zrobiły tego też strony.
- (118) Ponadto Belgia przypomina motywy wycofania się FSIH: cykliczność sektora, wejście nowych inwestorów prywatnych do grupy Duferco ([...] i NLMK) i ich wpływ, dostępność płynności w grupie Duferco. Podkreśla w tym względzie, że wspólne przedsiębiorstwo z NLMK wyrażało dążenie Duferco do stopniowego odejścia od przemysłowej produkcji w sektorze hutnictwa żelaza i stali w celu zwrócenia się ku nowej działalności, takiej jak rewitalizacja terenów przemysłowych i realizacja projektów w sektorze energetycznym. FSIH kontynuowała tę tendencję, wycofując się z DPH i inwestując w nowe projekty związane z dywersyfikacją grupy (zob. środek 3).

4.3. ŚRODEK 3

- (119) Belgia uzasadnia cenę [...] mln EUR sumą różnych elementów.

4.3.1. NALEŻNOŚCI Z TYTUŁU DOSTAW I USŁUG

- (120) Carsid Développement, która zmieniła firmę na Duferco Diversification, odziedziczyła [30–37] mln EUR należności z tytułu dostaw i usług ze strony innej spółki grupy (Duferco La Louvière Sales).

4.3.2. SPODZIEWANY ZYSK KAPITAŁOWY Z PROJEKTU [...]

- (121) Od [...] 2002 r. grupa Duferco zajęła się opracowaniem kompleksowego projektu przystosowania zakładu. Chociaż grunty pozostawały własnością Duferco Développement, za opracowanie tego projektu odpowiedzialna była spółka zależna Carsid Développement (która zmieniła nazwę na Duferco Diversification).
- (122) Belgia wyjaśnia, że w dniu, w którym FSIH podjęła decyzję zatwierdzającą objęcie przez nią udziału kapitałowego w DSIH, tj. w dniu 5 grudnia 2006 r., wiadomo było już, że Duferco Développement, która nie dysponowała żadnymi zasobami ludzkimi, będzie korzystała z zasobów Duferco Diversification w celu realizacji prac w zakresie przygotowania i oczyszczania terenu zakładu w [...]. W odniesieniu do wynagrodzenia Duferco Diversification z tytułu usług świadczonych w ramach tego projektu uzgodniono już, że Duferco Diversification otrzyma połowę oczekiwanego zysku ze sprzedaży gruntów należących do Duferco Développement, natomiast druga połowa trafi do Duferco Développement.
- (123) Belgia przyznaje, że uwzględniając złożoność projektu w zakresie nieruchomości i jego ambitny charakter, formalne zawarcie umowy między Duferco Diversification a Duferco Développement było opóźnione. Niektóre aspekty wymagały bowiem jeszcze określenia w zależności od wniosków grupy badawczej, którą utworzono rozporządzeniem ministra z dnia 18 stycznia 2007 r., tj. miesiąc po wejściu FSIH do DSIH.
- (124) Wynagrodzenia Duferco Diversification w ramach projektu [...] sformalizowano ostatecznie w umowie zawartej w dniu 4 lutego 2009 r. między Duferco Développement, właścicielem gruntów, a Duferco Diversification. Belgia twierdzi, że zgodnie z uzgodnieniami dukanymi od samego początku w umowie zawartej w 2009 r. przewidziano, że zysk ze sprzedaży oczyszczonego terenu zostanie podzielony równo między Duferco Développement a Duferco Diversification. Umowa z 2009 r. stanowi zatem jedynie sformalizowanie umowy istniejącej między Duferco Développement a Carsid Développement od 2006 r. Uwzględnienie tego projektu w procesie wyceny Carsid Développement było zatem w pełni uzasadnione z punktu widzenia FSIH, gdy FSIH zainwestowała w DSIH.

- (125) Ponadto Belgia podkreśla fakt, że w 2006 r. FSIH oparła swoją inwestycję na wycenie projektu. Uważa ona również, że w 2006 r. przewidywany zysk z projektu [...] został ostrożnie oszacowany na [...] mln EUR.
- (126) Wartość ta odpowiadała różnicy między szacunkowym kosztem oczyszczenia obszaru zakładu [...] ([...] mln EUR według sprawozdania eksperta z 2006 r.) a wartością gruntów należących do Duferco Développement (szacowaną przez Belgię na [...] mln EUR; wartość tę potwierdziło w styczniu 2010 r. biuro ekspertyz GALTIER).
- (127) Belgia uważa zatem, że FSIH postąpiła w sposób zachowawczy i ostrożny, żądając, aby strony przyjęły zysk w wysokości [...] mln EUR, który, jak uzgodniono, miał zostać podzielony równo między Duferco Développement a Duferco Diversification (co daje kwotę [...] mln EUR do uwzględnienia przez DSIH).
- (128) Po przeprowadzeniu reorganizacji wewnętrznej w Duferco projekt [...] przeniesiono do spółki Duferco Wallonie w dniu 19 grudnia 2012 r., przyjmując wartość wynoszącą [...] mln EUR. Suma ta stanowi równowartość prognozowanego zysku kapitałowego z projektu oszacowanego ponownie w 2012 r. na podstawie nowych ekspertyz.
- (129) Belgia nie przedstawia innych informacji odnośnie do wdrożenia projektu [...] lub jego niewdrożenia na chwilę obecną oraz do jego komercyjnego powodzenia lub niepowodzenia.

4.3.3. WKŁAD W FORMIE NIERUCHOMOŚCI DO SPÓŁKI ZALEŻNEJ DUFERCO DIVERSIFICATION

- (130) Własność niektórych nieruchomości spółki Duferco La Louvière została przeniesiona do Duferco Immobilière, spółki zależnej Duferco Diversification. Ich szacowana wartość, potwierdzona przez konsultanta, mieści się w zakresie [14–21]–[15–22] mln EUR.

4.3.4. WARTOŚĆ PROJEKTU MARCINELLE ENERGIE

- (131) Marcinelle Energie, spółka zależna Duferco Diversification, zamierzała w 2006 r. zrealizować budowę elektrowni gazowo-parowej w Charleroi. W celu dokonania wyceny projektu FSIH oparła się na ekspertyzie wykonanej przez kancelarię doradczą Bain („Bain”) w lipcu 2006 r.
- (132) Według Bain całkowitą wartość projektu można było oszacować na kwotę [...] mln EUR: (i) [...] mln EUR, w ujęciu wartości bieżącej netto, na samą elektrownię oraz (ii) [...] mln EUR w przypadku przydziału uprawnień do emisji gazów cieplarnianych w wymiarze 100 % w odniesieniu do projektu.
- (133) Wstępna wycena zaproponowana przez Bain opierała się na (i) wartości bieżącej netto wynoszącej [...] mln EUR (na podstawie założenia, że Duferco nie połączy się z przedsiębiorstwem elektroenergetycznym) oraz na (ii) założeniu, że uprawnienia do emisji gazów cieplarnianych zostaną przydzielone w wymiarze wynoszącym tylko 50 %, na kwotę [...] mln EUR. Wycena uprawnień do emisji gazów cieplarnianych została następnie jeszcze bardziej zmniejszona ze względu na ryzyko spadku cen zbytu uprawnień. Ostateczna wartość zaakceptowana przez FSIH w odniesieniu do uprawnień do emisji gazów cieplarnianych wynosiła [...] mln EUR.
- (134) Na podstawie tej ekspertyzy FSIH mogła w uzasadniony sposób uznać, że inwestycja w budowę elektrowni gazowo-parowej odpowiadałaby wartości bieżącej netto wynoszącej [...] mln EUR ([...] mln EUR). Sprawozdanie Bain wskazywało jednak, że nawiązanie współpracy z przedsiębiorstwem elektroenergetycznym posiadającym odpowiednie doświadczenie pozwoliłoby na zwieszenie wartości projektu, przez co jego wartość bieżąca netto wyniosłaby [...] mln EUR.
- (135) Według Belgii mediana całkowitej wartości projektu Marcinelle Energie, ostrożnie oszacowana na podstawie ekspertyzy przeprowadzonej przez Bain, wyniosła zatem [...] mln EUR.
- (136) W świetle tej wyceny FSIH rozpoczęła negocjacje dotyczące wyceny projektu Marcinelle Energie, opierając się na wstępnych kontaktach nawiązanych wówczas przez grupę Duferco z różnymi podmiotami z sektora energetycznego w celu ustanowienia partnerstwa. Jak wynika z wymiany informacji z najważniejszymi podmiotami z sektora energetycznego (m.in. EDF, ELECTRABEL, SPE, NUON i ENEL), projekt Marcinelle Energie wzbudził duże zainteresowanie i przedstawiał duże możliwości.
- (137) Ponieważ jednak w ramach tych wstępnych kontaktów padły kwoty rzędu [...] mln EUR za nabycie 80 % udziałów w projekcie Marcinelle Energie, FSIH ubiegała się o to, aby mediana wartości projektu, która według Bain wynosiła [...] mln EUR, została zmniejszona z uwzględnieniem kwot wymienionych w ramach tych nieformalnych kontaktów; życzenie FSIH w tym zakresie zostało spełnione.

- (138) Ostatecznie przyjęto kwotę [...] mln EUR, która stanowiła wycenę 80 % wartości projektu. W odniesieniu do pozostałych 20 % wartości projektu FSIH i Duferco uzgodniły wycenę projektu na poziomie 20 % mediany wartości projektu określonej w ekspertyzie Bain, tj. na kwotę [...] mln EUR (20 % z [...] mln EUR). W odniesieniu do projektu Marcinelle Energie przyjęto zatem całkowitą wartość wynoszącą [...] mln EUR.
- (139) Belgia twierdzi również, że w grudniu 2006 r., kiedy FSIH podjęła decyzję o wejściu kapitałowym do DSIH obok Duferco Développement, wartość projektu dotyczącego elektrowni Marcinelle Energie była przedmiotem negocjacji, które doprowadziły do przyjęcia przez strony wyceny projektu na poziomie znacznie poniżej mediany wartości wynoszącej [...] mln EUR wynikającej ze sprawozdania Bain: ostatecznie partnerzy przyjęli kwotę [...] mln EUR. W ten sposób FSIH uzyskała przyjęcie bardzo ostrożnej metody wyceny.
- (140) Z powyższych informacji wynika, że strony ostatecznie przyjęły ostrożną wycenę, znacznie poniżej maksymalnej rentowności, jaka można było wygenerować w ramach projektu. Zarzucanie FSIH, że zainwestowała rzekomo „kwotę równoważną oczekiwanemu zyskowi z projektu” (pkt 161 decyzji o wszczęciu postępowania Komisji), jest więc fundamentalnie niewłaściwe.
- (141) Belgia przyznaje jednak, że według sprawozdania Bain wymaganiem związanym z uwzględnieniem wartości uprawnień do emisji gazów cieplarnianych było osiągnięcie przez elektrownię gotowości operacyjnej bardzo szybko, a w każdym razie w ciągu 2009 r. Jeżeli realizacja projektu opóźniłaby się, niemożliwe byłoby skorzystanie z możliwości uzyskania do celów projektu dostępnych uprawnień do emisji gazów cieplarnianych.
- (142) Dwa lata po tych rozmowach, w czerwcu 2008 r., Duferco Diversification sprzedało 80 % projektu Marcinelle Energie włoskiemu przedsiębiorstwu elektroenergetycznemu ENEL za kwotę [30–37] mln EUR. Transakcja ta obejmowała opcję sprzedaży, zgodnie z którą Duferco Diversification mogłoby odsprzedać swoje pozostałe udziały (...) przedsiębiorstwu ENEL rok po uruchomieniu elektrowni, za cenę [...] mln EUR powiększoną o zwrot ewentualnych strat wynikających z umowy dostawy po kosztach („off-take right”).
- (143) W 2010 r. doszło jednak do gwałtownego odwrócenia cyklu koniunkturalnego na rynku energii elektrycznej, na skutek czego rentowność elektrowni gazowo-parowych drastycznie spadła. Nie przeszkodziło to jednak w uruchomieniu elektrowni w dniu 31 marca 2012 r.
- (144) W związku z tym na początku 2013 r. Duferco Diversification (która zmieniła nazwę na Duferco Belgium) skorzystało z prawa do wyjścia za kwotę [...] mln EUR, powiększoną o [...] mln EUR tytułem zwrotu strat poniesionych w ramach umowy na dostawy po kosztach, o [...] mln EUR z tytułu zwrotu opłat za gaz i o [...] mln EUR tytułem „przeszacowań i odsetek różnych” (bez dodatkowych szczegółów).
- (145) Ostatecznie całkowita wartość projektu Marcinelle Energie wyniosła [70–78] mln EUR. Od kwoty tej należy jednak odliczyć, jak stwierdza Belgia, inwestycje (...) mln EUR) i straty (około [...] mln EUR), które zrealizowane w latach 2006–2013, co daje niezaktualizowany zysk netto wynoszący około [40–46] mln EUR.
- (146) Wyniki te są niższe niż prognozowano w 2006 r. Belgia uzasadnia tę sytuację całkowitym odwróceniem tendencji na rynku gazu od 2010 r. i zauważa, że grupa ENEL również poniosła straty finansowe w ramach tego projektu.

4.3.5. CZTERY CZYNNIKI OGÓŁEM

- (147) Na podstawie wymienionych czterech czynników FSIH i grupa Duferco uzgodniły w 2006 r., że wartość Duferco Diversification mieści się w przedziale od [...] mln EUR do [...] mln EUR. Ostatecznie przyjęto wartość wynoszącą [...] mln EUR, w tym połowę miał wnieść FSIH.
- (148) Belgia stwierdziła, że inwestycję w DSIH należy uważać za inwestycję o charakterze *pari passu* w odniesieniu do Duferco Développement. Ponieważ FSIH i Duferco Développement wniosły tę samą kwotę, miały one takie same interesy i były narażone na te same czynniki ryzyka. Belgia przypomina w związku z tym, że przed inwestycją ze strony FSIH spółka DSIH nie należała do grupy Duferco, ponieważ została założona w dniu 29 listopada 2006 r. przez osobę trzecią (pod nazwą „[...]”), a następnie sprzedana w grudniu 2006 r. FSIH i Duferco Développement jako spółka celowa przeznaczona do ich wspólnych inwestycji. Z tych różnych powodów interwencja FSIH byłaby zgodna z testem prywatnego inwestora.

- (149) Belgia przypomina również, że w dniu 8 lipca 2011 r. DSIH sprzedała swój udział kapitałowy w Duferco Diversification spółce DLP za taką samą kwotę, tj. kwotę [...] mln EUR. Kwota ta nie została jednak zapłacona przez DLP, natomiast Duferco Diversification wpisała w swoim bilansie kwotę [...] mln EUR jako należną od DLP.

4.4. ŚRODKI 4 I 5

- (150) Jeżeli chodzi o pożyczkę dla [spółki, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] Belgia twierdzi, że nie zawiera ona żadnego elementu pomocy. Przypomina, że średnia zmienna stopa procentowa pożyczek bankowych zaciągniętych przez różne spółki zależne [spółka, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] wynosiła w 2009 r. [1,1–1,55] %, tj. poniżej stóp procentowych analizowanych pożyczek.
- (151) Belgia twierdzi, że ten punkt odniesienia jest istotny, gdyż pożyczki uwzględnione do celów jego wyliczenia są jak najbardziej porównywalne z pożyczką udzieloną przez FSIH. W tym względzie zajmuje stanowisko przeciwne wobec stanowiska Komisji, która uznała, że pożyczki te nie są istotne do celów analizy porównawczej.
- (152) Zdaniem Belgii Komisja myli się bowiem, uwzględniając kryteria takie jak okres zapadalności pożyczki, kwotę pożyczki lub charakter pożyczki, aby ustalić, czy pożyczki prywatne są porównywalne z pożyczkami udzielonymi przez FSIH. Takie podejście stoi w sprzeczności z przepisami komunikatu Komisji w sprawie zmiany metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych (zwanym dalej „komunikatem w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r.”) ⁽¹²⁾, w którym wyraźnie określono, że „marża ta jest w dużym stopniu niezależna od terminu zapadalności kredytu”.
- (153) Belgia ilustruje ten brak korelacji między okresem zapadalności, kwotą i charakterem pożyczki z jednej strony a marżą z drugiej strony, przedstawiając analizę pożyczek przyznanych Duferco przez banki komercyjne. Stopy procentowe pożyczek przyznanych przez instytucje bankowe na najwyższe kwoty wynoszą [0,9–1,35]–[1,7–2,2] % i często są niższe od stóp procentowych pożyczek na mniejsze kwoty (do [2,25–2,75] % w przypadku pożyczki w wysokości [...] mln EUR lub nawet [2,3–2,75] % w przypadku pożyczki w wysokości [...] mln EUR). Stopy procentowe pożyczek na cele związane z kapitałem obrotowym („working capital”) wynoszą [0,75–1,15]–[2,75–3,25] %, natomiast stopy procentowe pożyczek na cele związane z wydatkami inwestycyjnymi („CAPEX”) wynoszą [1,5–2]–[2,75–3,25] %.
- (154) Zdaniem Belgii nie jest jednak konieczne stwierdzenie istnienia identycznej pod każdym względem pożyczki udzielonej przez bank prywatny w celu wykluczenia wszelkiego elementu pomocy w ramach udzielenia pożyczki ze środków publicznych. Ani przepisy Unii mające zastosowanie do pomocy państwa, ani orzecznictwo nie wymagają, aby pożyczki ze środków publicznych były identyczne z pożyczkami prywatnymi pod względem okresu zapadalności, kwoty i charakteru, aby wykluczyć wszelki element pomocy.
- (155) Jeżeli chodzi o rating kredytowy [spółki, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] Belgia z analizy stóp procentowych stosowanych w ramach różnych pożyczek udzielonych Duferco przez instytucje bankowe wnioskuje, że spółka ta mogła oczekiwać ratingu AAA. Oparła się one w tym względzie na stopach procentowych, które w komunikacie w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. przypisywano przedsiębiorstwom z ratingiem kredytowym od A do AAA przy wysokim poziomie zabezpieczeń; w 2009 r. wynosiły one: 2,37 % we wrześniu 2009 r. i 2,05 % w grudniu 2009 r.
- (156) Belgia twierdzi ponadto, że poziom zabezpieczeń związanych z pożyczką FSIH jest bardzo wysoki w świetle komunikatu w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. Ze względu na bardzo dobrą kondycję finansową DPH zastaw na 15 % jej akcji stanowi doskonałe zabezpieczenie. Ponadto solidność tego zabezpieczenia wynika z praktycznie pewnego charakteru wierzytelności w kwocie [...] mln EUR, która miała być priorytetowo przeznaczona na zwrot pożyczki w przypadku zmiany podmiotu kontrolującego SIF.
- (157) W odniesieniu do pożyczek przyznanych grupie SIF analiza porównawcza wykazała, że istnieje co najwyżej ograniczona korelacja między kryteriami uwzględnionymi przez Komisję (okresem zapadalności, kwotą i charakterem pożyczek) a stopą rentowności tych pożyczek.
- (158) Analiza porównawcza wskazuje również, że rentowność pożyczki FSIH jest podobna do rentowności innych pożyczek przyznanych spółce SIF przez prywatne instytucje finansowe. Przy stopie procentowej wynoszącej 1,99 % rentowność tej pożyczki jest nieznacznie wyższa od średniej stopy rentowności pożyczek zaciągniętych przez grupę SIF, która wynosi [1,65–2,15] %.
- (159) Przy uwzględnieniu tylko pożyczek długoterminowych zaciągniętych przez SIF uzyskuje się przedział rentowności jeszcze niższych niż powyższa średnia wynosząca [1,65–2,15] %, a mianowicie przedział [1–1,5]–[1,65–2,15] %.

⁽¹²⁾ Dz.U. C 14 z 19.1.2008, s. 2.

- (160) Zdaniem Belgii ze względu na brak zabezpieczeń pożyczki udzielonej SIF konieczne jest dodanie do tego przedziału marży w wysokości [20–60] punktów bazowych. Pogląd ten znajduje uzasadnienie w tym, że SIF mogłaby oczekiwać „wysokiego” ratingu kredytowego zgodnie z komunikatem w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. Powyższe zwiększenie powoduje, że przedział rentowności, w którym mieści się pożyczka udzielona przez FSIH wynosi [1,5–2]–[...] %.
- (161) Wobec braku publicznego ratingu kredytowego Belgia uzasadnia kategorię „wysoki” dla SIF, wskazując na fakt, że stopy procentowe stosowane przez prywatne instytucje finansowe odpowiadają stopom procentowym ustalonym w komunikacie w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. dla przedsiębiorstw o solidnej sytuacji finansowej (rating kredytowy AAA–A) lub są od nich niższe.

4.5. ŚRODEK 6

- (162) Zdaniem Belgii inwestycja FSIH w DLP została przeprowadzona z zachowaniem klauzuli *pari passu* w odniesieniu do inwestycji DII, biorąc pod uwagę, że (i) kwoty zainwestowane przez partnera prywatnego i partnera publicznego są praktycznie identyczne, że (ii) przed tą inwestycją DLP nie należała do grupy Duferco, lecz została utworzona właśnie jako spółka celowa do celów inwestycji odpowiednio FSIH i DII oraz że (iii) celem inwestycji nie było odkupienie aktywów, które należały już do grupy Duferco (lecz nabycie aktywów SIF).
- (163) Belgia wskazuje, że bez znaczenia jest fakt, iż inwestycja FSIH miała pierwotnie formę pożyczki zamiennej (której zamiana na akcje została szybko przeprowadzona). W dniu udzielenia pożyczki zamiennej FSIH i DII zawarły bowiem równoległe umowę akcjonariuszy, w której zobowiązały się do przeprowadzenia podwyższenia kapitału DLP odpowiednio o 70 mln EUR i 101 mln EUR. Pożyczka w wysokości 30 mln EUR należy zatem analizować jako część podwyższenia kapitału o 201 mln, o którym zdecydowały FSIH i DII na zasadzie *pari passu*.
- (164) W odniesieniu do nabycia akcji DLLPL przypomina się Komisji, że region Walonii był, za pośrednictwem SOGEPA, akcjonariuszem DLL od 1999 r. i posiadał z tego tytułu szczegółową wiedzę na temat działalności DLL i jej sytuacji finansowej. Ten stan rzeczy stanowi wyjaśnienie faktu, że w ramach inwestycji DLP w DLLPL strony nie uznały za konieczne sporządzenie biznesplanu w należytej formie. FSIH doskonale znała przedmiot transakcji nabycia. Ponadto zdaniem Belgii w momencie inwestycji FSIH mogła polegać na ostrożnościowym charakterze tego biznesplanu, ponieważ prognozy były całkowicie zgodne z faktycznymi już dostępnymi danymi liczbowymi. Taka sama sytuacja miała miejsce w przypadku Duferco Trebos.
- (165) W odniesieniu do nabycia zapasów Duferco La Louvière Sales Belgia twierdzi, że o ile inwestycje FSIH i DII w DLP faktycznie pozwoliły na odkupienie przez DLP znacznych zapasów produktów o wartości [50–70] mln EUR (umowa sprzedaży z dnia 30 czerwca 2011 r.), należy podkreślić, że zbywcą tych produktów nie była w żadnym wypadku „inna spółka zależna Duferco”. Duferco La Louvière Sales było bowiem, i jest dotychczas, spółką kontrolowaną przez SIF. Po negocjacjach zapasy zostały nabyte za cenę równą ich wartości księgowej, chociaż ich wartość rzeczywista była znacznie wyższa.
- (166) W odniesieniu do inwestycji w DLLPL w wysokości [30–40] mln EUR sporządzono oddzielne biznesplany w odniesieniu do różnych projektów lub scenariuszy inwestycyjnych. Ostatecznie strony wybrały inwestycję w wysokości [30–40] mln EUR w DLLPL, które następnie stało się Duferco Belgium. Inwestycja ta była przedmiotem tylko jednego biznesplanu, który Belgia przedłożyła Komisji. Inne biznesplany, do których odnosi się Belgia, stały się bezprzedmiotowe, biorąc pod uwagę fakt, że przewidywane projekty lub scenariusze nie zostały ostatecznie przyjęte przez strony.

5. UWAGI ZAINTERESOWANYCH STRON

5.1. WSPÓLNE UWAGI [...], DSIH I DLP ORAZ PRZEDSIĘBIORSTW Z NIMI POWIĄZANYCH

- (167) Tytułem wstępu należy wyjaśnić, że [...], spółka holdingowa grupy Duferco, została następcą [...] oraz spółek [...] i [...], dawnych spółek dominujących DPH.

5.1.1. ŚRODEK 1

- (168) [...] podkreśla najpierw, że w pełni zgadza się z uwagami Belgii.

- (169) [...] odnosi się następnie do motywów, które doprowadziły FSIH do inwestycji w Duferco US. Objęcie udziału kapitałowego w Farrell miało związek z tym, że FSIH chciała kontrolować zakład, aby Duferco zrezygnowała z zakładu belgijskiego na rzecz zakładu amerykańskiego. Region Walonii chciał zabezpieczyć się przed ryzykiem wystąpienia sytuacji, w której ewentualne różnice interesów wewnątrz Duferco działałyby na niekorzyść regionu. Ponadto inwestycja FSIH w Farrell miała również ułatwić zbliżenie się belgijskich i amerykańskich zakładów produkcyjnych w celu optymalizacji wymiany informacji i wykorzystania możliwej synergii między zakładami.
- (170) [...] uważa, że należy podkreślić, iż inicjatywa w sprawie wycofania się FSIH wyszła ze strony Duferco. W lutym 2006 r. Duferco podpisało z NLMK list intencyjny w celu zbycia na rzecz NLMK 50 % udziałów w SIF. Jeden z warunków wstępnych przewidywał jednak, że SIF będzie posiadała wszystkie akcje Duferco US, co oznaczało wykup akcji należących do FSIH. Duferco przedstawiła zatem FSIH pomysł dotyczący opcji kupna, aby można było spełnić wymagania NLMK, a jednocześnie zachować niezbędną elastyczność, biorąc pod uwagę, że ostateczna realizacja transakcji była wówczas niepewna. Jednocześnie oferta nabycia przez Duferco była interesująca w kontekście końca cyklu na rynku stali oczekiwanego na koniec 2006 r., co sprawiało, że inwestycja była mniej atrakcyjna.
- (171) [...] potwierdza uwagi Belgii, według których uprzedni przetarg w trybie konkurencyjnym z udziałem ewentualnych kupujących nie był stosownym rozwiązaniem z punktu widzenia przedmiotu transakcji zbycia, tj. sprzedaży mniejszościowego udziału kapitałowego spółce prywatnej w celu przejścia niezintegrowanego zakładu produkcyjnego. [...] twierdzi, że chociaż sytuacja nie wymagała uprzedniego przeprowadzenia przetargu w trybie konkurencyjnym, transakcja zbycia została przeprowadzona po cenie rynkowej.
- (172) [...] przypomina, że walutą funkcjonalną Duferco US jest dolar amerykański. W związku z tym nie jest również istotne, chyba że w odniesieniu do wewnętrznych potrzeb FSIH, że cena nabycia została zapłacona w euro.
- (173) W celu uzupełnienia wycen przeprowadzonych przez region Walonii [...] zleciła KPMG wycenę udziału kapitałowego FSIH w Duferco US na poziomie 49,9 % na dzień 14 czerwca 2006 r., w którym to dniu przyznano opcję kupna z zastosowaniem metody wartości godziwej.
- (174) KPMG uznało, że udział kapitałowy FSIH w Duferco US należy wycenić jako udział, który nie daje kontroli i który nie jest zbywalny, nawet przy zastosowaniu premii za kontrolę, biorąc pod uwagę, że umowa akcjonariuszy z dnia 9 kwietnia 2003 r. przyznaje FSIH istotny wpływ na Duferco US, wykraczający poza wpływ, jakim dysponuje akcjonariusz mniejszościowy.
- (175) KPMG wskazuje, że długość trwania cykli przemysłowych w sektorze hutnictwa żelaza i stali wynosi zasadniczo od trzech do siedmiu lat. KPMG stwierdza, że nawet jeżeli sytuacja sektora hutnictwa żelaza i stali była dobra w 2006 r., wskaźniki dowodzą jednoznacznie, że istniało duże ryzyko, uwzględniając słabą kondycję krajowego przemysłu motoryzacyjnego i możliwą korektę na rynku budownictwa niemieszkanowego.
- (176) Przyjmując zasadniczo cykle trzy- i pięcioletnie oraz wycenę na podstawie mnożnika EBITDA dla porównywalnych spółek, KPMG oszacowało wartość godziwą udziału kapitałowego w Duferco US na poziomie 49,9 % na kwotę [...] mln USD na dzień 14 czerwca 2006 r.
- (177) [...] wyjaśnia następnie swoją opinię na temat dyskusji dotyczącej uwzględnienia lub nieuwzględnienia wartości kapitału własnego w wycenie Duferco US. Potwierdza ona, że wycena na podstawie kapitału własnego, określona przez Komisję w decyzji o wszczęciu postępowania, nie jest najbardziej odpowiednia. Zauważa jednak, że nawet przy uwzględnieniu kapitału własnego ostateczny wniosek będzie taki, że transakcję przeprowadzono po cenie rynkowej. Aby to udowodnić, zwraca uwagę Komisji na transakcję, którą uznaje za porównywalną: zbycie na rzecz NLMK 50 % udziałów w SIF (wraz z bezwarunkową opcją kupna co najmniej jednej akcji SIF). Ceny przyjęte w tej transakcji z 2006 r. odpowiadały mnożnikowi kapitału własnego spółki, który był niemal identyczny z mnożnikiem kapitału własnego w przypadku zbycia przez FSIH jej udziałów w Duferco US (w obu przypadkach mnożnik wynosił około 2). Ponieważ nic nie wskazuje na to, że transakcja dotycząca SIF nie była przeprowadzona na warunkach rynkowych, porównanie to potwierdza, że również uwzględnienie kapitału własnego prowadzi do uznania, że transakcję przeprowadzono po cenie rynkowej.
- (178) Jeżeli chodzi o okres obowiązywania opcji kupna, [...] uważa, że wpisuje się on w kontekst jednoczesnych negocjacji dotyczących ewentualnego zbycia przez Duferco 50 % udziałów SIF na rzecz NLMK. Grupa NLMK została zobowiązana do sporządzenia wstępnego projektu umowy zbycia akcji i umowy akcjonariuszy w terminie dziesięciu dni od dnia podpisania listu intencyjnego. Sam list intencyjny zachowywał ważność do dnia 1 października 2006 r. Zamiarem Duferco było więc skorzystanie lub nieskorzystanie z opcji kupna w kolejnych

tygodniach lub miesiącach po przyznaniu jej tej opcji przez FSIH. Z tego względu strony uzgodniły, że opcja zachowa ważność do dnia 31 grudnia 2015 r., bez żadnego rzeczywistego powodu.

- (179) KPMG wyceniło wartość opcji kupna przyznanej Duferco w czerwcu 2006 r. KPMG zgadza się z Duferco, która twierdzi, że należy uwzględnić okres obowiązywania tej opcji („expected term”, tj. cztery miesiące), ponieważ opcja nie jest ani zbywalna, ani przekazywalna, co znacznie obniża jej wartość. KPMG szacuje wartość godziwą opcji kupna na [...] mln USD.
- (180) Biorąc pod uwagę okres obowiązywania określony w umowie, wartość godziwa wynosi [...] mln USD. Gdyby uwzględnić tę kwotę oraz dodać ją do wartości godziwej udziału kapitałowego FSIH w Duferco US, cena zbycia wyniesie [...] mln USD, co stanowi kwotę znacznie niższą od ceny zapłaconej przez [spółkę, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco].

5.1.2. ŚRODEK 2

- (181) Według [...] inwestycja FSIH w DPH miała dwa cele: z jednej strony celem był jej udział w kapitale, posiadanie swoich przedstawicieli w zarządzie, dostęp do informacji i dokumentów strategicznych, a z drugiej – obiecująca i zabezpieczona stopa rentowności (dywidenda uprzywilejowana).
- (182) Podstawową przyczyną wycofania inwestycji FSIH z DPH było zbycie belgijskich zakładów produkcyjnych na rzecz NLMK. Duferco utraciła status partnera strategicznego regionu Walonii w Belgii, a decyzje działu Trading w Duferco nie miały już bezpośredniego wpływu na zakłady produkcyjne w Clabecq i La Louvière.
- (183) [...] twierdzi, że DPH jest spółką, której walutą funkcjonalną jest dolar amerykański, dlatego rentowność wszystkich inwestycji w takiej spółce należy oceniać, wyrażając ją w dolarach amerykańskich. Rentowność inwestycji FSIH w DPH wynosiła zatem 8,81 % rocznie.
- (184) [...] zleciło KPMG przeprowadzenie analizy wyceny wykonanej przez Ernst & Young w marcu 2006 r. W odniesieniu do metod wyceny KPMG zwraca uwagę, że Ernst & Young nie określiło rodzaju wartości zastosowanej do wyceny (wartość rynkowa, wartość inwestycyjna lub wartość godziwa). Przede wszystkim Ernst & Young zastosowało podejście rynkowe oparte na porównywalnych spółkach. KPMG nie uznaje pierwszeństwa metody opartej na porównywalnych spółkach w stosunku do metody opartej na porównywalnych transakcjach. KPMG nie opiera się na wartości aktywów netto, ponieważ ta metoda nie uwzględnia przyszłych zysków ani ryzyka operacyjnego.
- (185) KPMG stwierdza, że w świetle przeprowadzonej przez nie analizy cykliczności sektora hutnictwa żelaza i stali, przy wycenie DPH należy wziąć pod uwagę okresy trwające od czterech do sześciu lat, przypisując do każdego roku równą wagę. KPMG zgadza się z analizą dokonana przez strony, w której do celów wyceny DPH uwzględnia się lata 2001 i 2002 w celu odpowiedniego odzwierciedlenia cykliczności sektora hutnictwa żelaza i stali oraz zastosowania identycznej wagi do każdego roku.
- (186) KPMG potwierdza stosowność i zakres korekt dokonanych przez Ernst & Young w odniesieniu do wyceny DPH ze względu na zdarzenia jednorazowe. KPMG również wprowadziło korekty w odniesieniu do lat 2001 i 2002 nieuwzględnionych przez Ernst & Young.
- (187) KPMG przeanalizowało wykaz porównywalnych spółek wybranych przez Ernst & Young. KPMG nie było w stanie znaleźć w bazie danych wykorzystywanej przez Ernst & Young (Bloomberg) niektórych mnożników przedstawionych w sprawozdaniu Ernst & Young z 2006 r. Ponadto KPMG uznało za stosowne, aby nie uwzględniać niektórych spółek przedstawionych przez Ernst & Young w wykazie spółek porównywalnych. KPMG sporządziło własny wykaz spółek porównywalnych, z którego wynika, że mediany wskaźników „price/earnings” za lata 2003–2006 są niższe od tych przyjętych przez Ernst & Young.
- (188) KPMG nie było w stanie podać wystarczającej liczby spółek publicznych prowadzących działalność jedynie w zakresie handlu stalą. Niemożliwe jest przeprowadzenie oddzielnej wyceny działu Trading. KPMG potwierdza jednak, że należałoby przeprowadzić oddzielną wycenę działalności handlowej i produkcyjnej. Działalność handlowa, przy wyższym ryzyku i większej zmienności wyników, daje inwestorom wyższą rentowność, co prowadzi do niższej wyceny tej działalności. W odniesieniu do działalności handlowej należało zatem przyjąć mniejszy mnożnik. [...] uważa, że należy odnieść się do transakcji zbycia we wrześniu 2003 r. 50 % udziałów [...], w przypadku której których uzgodniona cena była bliska wartości kapitału własnego.

- (189) W odniesieniu do pozycji pozabilansowych KPMG potwierdza, że kwota kapitału własnego spółki musi być dostosowana, aby uwzględnić pasywa pozabilansowe, jeżeli nie są one pasywami powtarzającymi się. W przeciwieństwie do Ernst & Young KPMG uważa, że tylko te pozycje należy odjąć od szacowanej wartości kapitału własnego spółki, niezależnie od metody wyceny.
- (190) W odniesieniu do dwóch pozycji pozabilansowych KPMG uznało, że należy poprawić korektę zastosowaną przez Ernst & Young. Odnosi się to do „zabezpieczeń francuskich i belgijskich”, które Ernst & Young wyceniło na [...] mln USD w 2006 r., podczas gdy według KPMG wynoszą one [...] mln USD. Zabezpieczenia te dostosowano do objętych przez nie rodzajów ryzyka. W rezultacie łączna kwota wynosi [...] mln USD według KPMG wobec [...] mln USD według Ernst & Young.
- (191) KPMG potwierdza stosowność i poziom redukcji wartości z tytułu braku możliwości upłynnienia akcji (30 %) zastosowanej przez Ernst & Young. Stosowne byłoby także uwzględnienie zwrotu w wysokości 12 % w ramach wyceny opartej porównywalnych transakcjach.
- (192) KPMG uznało, że należy zastosować premię za kontrolę na poziomie 5 % w przypadku wyceny opartej na porównywalnych spółkach, biorąc pod uwagę, że zastosowanie tej metody prowadzi do wyceny odpowiadającej mniejszościowemu udziałowi kapitałowemu, podczas gdy udział kapitałowy FSIH umożliwiał jej wywieranie istotnego wpływu na DPH. KPMG twierdzi, że w przypadku wyceny opartej na porównywalnych transakcjach należało zastosować redukcję wartości na poziomie 20 %, biorąc pod uwagę, że zastosowanie tej metody prowadzi do wyceny z uwzględnieniem udziału kapitałowego umożliwiającego kontrolę.
- (193) KPMG zauważa, że w odniesieniu do rentowności akcji uprzywilejowanej Ernst & Young popełniło błąd w wycenie dywidend uprzywilejowanych za okres 2006–2012, opierając swoje obliczenia na rocznych dywidendach w wysokości 4 mln USD, podczas gdy wynosiły one 4 mln EUR. KPMG uważa również, że stopa zwrotu zastosowana przez Ernst & Young z uwzględnieniem ryzyka niewykonania zobowiązania (6,2 %) mieści się w zidentyfikowanym dopuszczalnym przedziale 1,8–16,4 %. Stopę zwrotu wynoszącą 14 %, zastosowaną przez strony również uznaje się za dopuszczalną, ponieważ mieści się ona we właściwym przedziale.
- (194) Z powyższych korekt wynika wycena wartości udziału kapitałowego w DPH na poziomie od [...] mln USD do [...] mln USD, tj. mediana wynosząca [...] mln EUR, co jest zgodne z ceną zbycia z czerwca 2006 r. wynoszącą [...] mln EUR [...] wnioskuje z tego, że nie może być mowy o pomocy państwa na rzecz [spółki, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH].

5.1.3. ŚRODEK 3

- (195) DSIH potwierdza argumenty przedstawione przez Belgię w celu uzasadnienia charakteru *pari passu* inwestycji FSIH. DSIH twierdzi, że warunki transakcji były identyczne dla Duferco Développement i dla FSIH. Obydwaj akcjonariusze wspólnie zaakceptowali przyjęcie nowego ryzyka, inwestując w DSIH w celu zrealizowania projektów w zakresie dywersyfikacji Duferco Diversification. Obydwaj akcjonariusze korzystają z proporcjonalnego podziału, na podstawie ich udziału w kapitale, ewentualnych dywidend i skutków finansowych projektów realizowanych przez ich wspólne spółki zależne. Według DSIH interwencja prywatna Duferco Développement ma rzeczywiste znaczenie ekonomiczne, a kwota inwestycji jest taka sama jak kwota inwestycji FSIH.
- (196) DSIH twierdzi, że nie należała do Duferco Développement przed dokonaniem tych jednoczesnych inwestycji. DSIH jest spółką założoną przez osobę trzecią niedługo przed dokonaniem tych inwestycji (w dniu 29 listopada 2006 r.) i przejętą następnie przez dwóch partnerów w celu umożliwienia ich inwestycji. DSIH uważa jednak, że przed inwestycją FSIH projekty kupione przez DSIH nie należały też do grupy Duferco, mimo że na etapie planowania znajdowały się w SIF.
- (197) DSIH wyjaśnia w odniesieniu do projektu [...], że region Walonii, za pośrednictwem SOGEPa, dokładnie znał sytuację zakładu [...] z uwagi na to, że podjął on interwencję wraz z grupą Duferco w ramach przejęcia [...] wówczas w stanie upadłości. Region Walonii był więc akcjonariuszem [...] i jego przedstawiciele zajmowali szereg stanowisk w zarządzie tej spółki. Region Walonii był również od samego początku zaangażowany w projekt [...] i miał dostęp do wszystkich dostępnych informacji w ramach uruchamiania projektu, w szczególności do tych samych informacji, które udostępniano inwestorom prywatnym.
- (198) DSIH opiera się na ocenie *ex post* projektu, która dowodziła zasadności wykonanej pierwotnie wyceny projektu oraz która pozwalała na prognozowanie ponadprzeciętnej rentowności.

- (199) W odniesieniu do projektu Marcinelle DSIH twierdzi, że rentowność niższa niż oczekiwano wynika nie ze zbyt wysokich kwot inwestycji ze strony partnerów, lecz z kwestii niezależnych od woli stron. Po pierwsze, Komisja ogłosiła w styczniu 2008 r. propozycję zniesienia nieodpłatnego przydziału uprawnień do emisji gazów cieplarnianych, co w znacznym stopniu wpłynęło na wycenę projektu przed zamknięciem negocjacji z przedsiębiorstwem ENEL. Po drugie, w 2010 r. na rynku energii elektrycznej nastąpiło całkowite i nieprzewidziane odwrócenie cyklu koniunkturalnego, któremu towarzyszyły niekorzystne zmiany cen energii elektrycznej, gazu i CO₂.
- (200) Duferco Diversification wyszła z kryzysu obronną ręką, sprzedając Marcinelle Energie tuż przed wystąpieniem tego kryzysu. Przedsiębiorstwo sprzedało 80 % udziałów w Marcinelle Energie po rozsądnej cenie i zdołało zabezpieczyć pozostałe [...] poprzez opcję sprzedaży wynegocjowaną z przedsiębiorstwem ENEL.

5.1.4. ŚRODKI 4 I 5

- (201) [...] zauważa, że w celu zastosowania testu prywatnego inwestora należy przeanalizować różne elementy, zwłaszcza mającą zastosowanie stopę procentową i wymagane zabezpieczenia pożyczki.
- (202) W odniesieniu do zabezpieczeń [...] przypomina, że sytuacja finansowa Duferco była bardzo dobra, czego dowodzą warunki pożyczek przyznanych przez instytucje bankowe grupie Duferco, których stopy są porównywalne ze stopami oferowanymi przedsiębiorstwom posiadającym rating kredytowy AAA zgodnie ze stopami referencyjnymi Komisji. Ponadto [spółka, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] była zobowiązana do priorytetowego przeznaczenia na wcześniejszą spłatę pożyczki udzielonej przez FSIH środków pochodzących z przyszłej sprzedaży na rzecz NLMK udziałów DII w SIF. Przyszła, ale prawie pewna wierzytelność w wysokości [...] mln USD wobec NLMK stanowi płynne i łatwo wymagalne zabezpieczenie. Pożyczka ta jest podobna do zaliczki na poczet przyszłej wierzytelności. FSIH uzyskała również zastaw na 15 % akcji DPH, spółki znajdującej się w bardzo dobrej sytuacji finansowej (bez strat do 2009 r.), o wartości około [...] mln USD. Ponadto dwunastomiesięczna stopa referencyjna Euribor gwarantowała stabilny poziom w okresie 12 miesięcy, co stanowiło atrakcyjny czynnik w czasie kryzysu i obniżki stóp procentowych. Uwzględniając te zabezpieczenia, ryzyko, na jakie narażona była FSIH, było zatem minimalne.
- (203) Stopy procentowe stosowane przez banki prywatne wobec grupy Duferco wynosiły [0,65–1,15]–[2,75–3,25] %, przy średniej na poziomie [1,1–1,55] %, czyli były jak najbardziej zgodne ze stopami stosowanymi przez FSIH. [...] uważa, że nie można wyłączać z porównania pożyczek, których okres zapadalności, kwota lub charakter nie są dokładnie takie same lub które mają inne stopy bazowe. Uwzględnić należy jedynie zabezpieczenia i stosowaną stopę procentową.
- (204) Przedstawione przez Belgię kwoty pożyczek są zasadniczo niższe niż kwoty pożyczek FSIH, ponieważ Belgia przedstawiła jedynie pożyczki zaciągnięte w euro, które stanowiły jedynie niewielką część łącznej kwoty. [...] zwróciła uwagę na pożyczki wielowalutowe zaciągane na znacznie wyższe kwoty. Dane te pokazują, że Duferco miała dostęp do linii kredytowych na bardzo wysokie kwoty i że niektóre pożyczki zaciągane były na długie okresy (dziesięć lat). Stopy procentowe w przypadku tych pożyczek wynoszą [0,5–1]–[2,2–2,65] %, przy średniej ważonej wynoszącej [1,6–2,05] %.
- (205) [...] stwierdza zatem, że ze względu na solidne zabezpieczenia, z jakich korzystała FSIH, mające zastosowanie stopy procentowe są całkowicie zgodne ze rynkowymi stopami procentowymi.

5.1.5. ŚRODEK 6

- (206) Według DLP strony od początku przewidywały, że w krótkim czasie możliwa będzie zamiana pożyczki w wysokości 30 mln EUR na akcje, co miało miejsce we wrześniu 2011 r. Pierwotnym zamiarem FSIH było dokonanie inwestycji kapitałowej w wysokości 100 mln EUR. DLP uważa, że pożyczkę zamienną należy analizować łącznie z zastrzykiem kapitałowym oraz traktować ją jako zastrzyk kapitałowy.
- (207) DLP twierdzi, że interwencje DII i FSIH są jednoczesne, ponieważ DII uczestniczyła w podwyższeniu kapitału DLP dnia 7 lipca 2011 r., a więc kilka dni przed podwyższeniem kapitału przez FSIH oraz po przyznaniu pożyczki zamiennej. Stwierdza ona również, że warunki transakcji są identyczne, ponieważ obydwaj partnerzy zainwestowali prawie identyczne kwoty. Były to zatem inwestycje zrealizowane na tych samych warunkach, ponieważ FSIH i DII ponoszą takie samo ryzyko oraz korzystają z proporcjonalnego podziału dywidend i zwiększenia wartości ich spółki zależnej.

- (208) DLP twierdzi, że w momencie inwestycji FSIH spółka nie należała do grupy Duferco, lecz była nową spółką założoną do celów wspólnych inwestycji obojga partnerów. Fakt, że inwestycje te były częściowo przeznaczone na nabycie aktywów SIF, jest bez znaczenia, ponieważ cena zbycia tych aktywów była oparta na sprawozdaniach ekspertów. W związku z tym DLP stwierdza, że inwestycja zrealizowana przez FSIH w DLP ma charakter *pari passu* w odniesieniu do DII.
- (209) DLP przypomina również, że SOGEPa była akcjonariuszem DLL od 1999 r., posiadała zatem gruntowną wiedzę o działalności i sytuacji finansowej spółki w sektorze wyrobów długich. Za pośrednictwem SOGEPa region Walonii dysponował gruntowną wiedzą na temat warunków rynkowych oraz zakładów przemysłowych i ich otoczenia. DLL wskazuje również, że zarówno w przypadku Duferco Trebos, jak i DLLPL istnieje tylko jeden biznesplan. FSIH mogła zatem podjąć decyzję przy pełnej znajomości okoliczności sprawy i dysponowała takimi samymi informacjami, jakich wymagałby inwestor prywatny w identycznej sytuacji.
- (210) Według DLP wyniki finansowe wskazują, że wartość EBITDA uzyskana po trzech miesiącach była zgodna z wartością EBITDA przewidywaną w biznesplanie za okres sześciu miesięcy. W momencie inwestycji FSIH mogła zatem być pewna co do ostrożnego charakteru biznesplanu.

5.2. UWAGI SIF

- (211) Komisja wyjaśnia, że uwagi SIF dotyczą jedynie środka, którego jest ona beneficjentem, a mianowicie środka 5.
- (212) SIF uważa, że w chwili udzielenia pożyczki jej sytuacja finansowa była solidna, a w chwili zawierania umowy pożyczki zabezpieczenie zdecydowanie wystarczające do zapewnienia zwrotu całej pożyczki FSIH. Ponadto zdaniem SIF rentowność udzielenia pożyczki nie była przedmiotem jakichkolwiek wątpliwości po stronie FSIH, uwzględniając politykę inwestycyjną i rozwojową prowadzoną przez SIF. Biznesplan SIF odnoszący się do zakładów belgijskich, zwłaszcza w odniesieniu do lat 2007–2010, obejmował duże projekty inwestycyjne, które stanowiły zapowiedź znaczących perspektyw rozwojowych grupy w Belgii.
- (213) Ponadto SIF uważa, że jej przynależność do dwóch głównych podmiotów sektora hutnictwa żelaza i stali została uwzględniona w analizie ryzyka związanej z udzieleniem pożyczki przez FSIH. NLMK przyznała FSIH zabezpieczenie na wypadek zmiany kontroli. FSIH, udzielając SIF pożyczki w wysokości 75 mln EUR oprocentowanej na poziomie 2,05 % (marża wynosząca 75 punktów bazowych), podczas gdy stopa Banque nationale de Belgique dla nowych pożyczek wynosiła 1,63 %, nie podjęła nieprzemysłanego ryzyka w odniesieniu do ryzyka jakie podjąłby podmiot prywatny.
- (214) SIF przypomina, że zastosowanie testu prywatnego inwestora w żaden sposób nie wymaga porównania pożyczki udzielonej przez FSIH z pożyczkami całkowicie identycznymi. SIF wskazuje również, że Komisja wyjaśnia, iż należy uwzględnić rodzaj uczestnika transakcji, którego dana sprawa dotyczy, charakteru tej transakcji oraz danych rynków. Na podstawie tego wyjaśnienia do celów porównania z pożyczką udzieloną przez FSIH należy uwzględnić dwie pożyczki prywatne udzielone Duferco Clabecq, tj. spółce zależnej SIF. Analiza tych pożyczek wskazuje, że w okresie, którym doszło do udzielenia pożyczki przez FSIH, SIF była w stanie uzyskać kredyty od prywatnych instytucji finansowych i że warunki pożyczki udzielonej przez FSIH nie różniły się istotnie od warunków rynkowych. Stopy procentowe zastosowane przez instytucje kredytowe w przypadku tych dwóch pożyczek, tj. [1–1,5] % (pożyczka od Sumitomo) i [1,2–1,7] % (pożyczka od Rabobank), są niższe niż stopa zastosowana przez FSIH (2,05 %). Wynika z tego, że subiektywne ryzyko związane z pożyczką udzieloną przez FSIH znajduje odzwierciedlenie w zastosowanej stopie procentowej, tj. dwunastomiesięcznej stopie Euribor, która stanowi czynnik wzmacniający zabezpieczenie pożyczki dla pożyczkodawcy, gwarantując stałą stopę przez okres dwunastu miesięcy.
- (215) Ponadto zdaniem SIF brak zabezpieczeń w żadnym przypadku nie może stanowić korzyści. Brak wymagania jakiegokolwiek zabezpieczenia wynika z tego, że jej solidna sytuacja finansowa oraz jej przynależność do grup NLMK, Duferco i [...] mogły wpłynąć na uzyskanie przez FSIH pewności co do zdolności SIF do spłaty pożyczki.
- (216) SIF wskazuje również, że marża w wysokości 75 punktów jest zgodna z ówczesną praktyką stosowaną przez banki. W przypadku pożyczki z Sumitomo przy standardowym poziomie zabezpieczeń marża wynosiła [10–50] punktów, tj. poniżej marży określonej w komunikacie w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r., w odniesieniu do ratingu „dobrego” (100 pkt) lub nawet „wysokiego” (75 pkt). Podobnie w przypadku pożyczki z Rabobank marża wynosiła [45–85] pkt przy standardowym poziomie zabezpieczeń. Wynika z tego, że uznając, iż SIF posiadałaby „dobry” rating kredytowy, marża w wysokości 75 pkt (tj. niższa niż 100 pkt) w przypadku pożyczki na okres dziesięciu lat była zgodna z praktyką stosowaną przez banki, które wówczas znacznie zmniejszyły marże.

- (217) SIF wnioskuję sąd, że pożyczka udzielona jej przez FSIH odpowiada warunkom rynkowym i nie stanowi przyznania na jej rzecz żadnej korzyści.
- (218) SIF wyjaśnia jednak, że jeżeli pożyczka miałaby zostać uznana za pomoc, taka pomoc taka mogłaby być zgodna ze wspólnym rynkiem na podstawie komunikatu Komisji dotyczącego w sprawie wspólnotowych ram prawnych w zakresie pomocy państwa ułatwiających dostęp do finansowania w dobie kryzysu finansowego i gospodarczego („komunikat z 2009 r.”) ⁽¹³⁾. W celu dokonania oceny zgodności dopłat do oprocentowania z zasadami pomocy państwa w komunikacie z 2009 r. ustalono obniżoną stopę procentową specjalnie na okres kryzysu. SIF wskazuje, że wszystkie warunki przewidziane w komunikacie z 2009 r. są spełnione: umowa została zawarta w dniu 29 września 2009 r., a SIF nie znajdowała się w trudnej sytuacji na dzień 1 lipca 2008 r. W związku z tym, jeżeli pożyczka zostałaby uznana za pomoc, zgodność stopy procentowej pożyczki przyznanej SIF przez FSIH należałoby ocenić w odniesieniu do stopy obniżonej.

6. UWAGI BELGII DOTYCZĄCE UWAG ZAINTERESOWANYCH STRON

6.1. UWAGI BELGII DOTYCZĄCE UWAG [...]

- (219) Uwagi [...] nie wymagają szczególnego komentarza ze strony Belgii. Potwierdzają one, że podjęte decyzje są zgodne z logiką przemysłową odpowiadającą warunkom rynkowym.

6.2. UWAGI BELGII DOTYCZĄCE UWAG SIF

- (220) Uwagi SIF nie wymagają szczególnego komentarza ze strony Belgii. Belgia oświadcza ponadto, że gdyby pożyczka udzielona SIF została uznana za pomoc, pozostaje ona do dyspozycji Komisji udzielić w celu przeprowadzenia weryfikacji zgodności.

7. OCENA ŚRODKÓW POMOCY

7.1. OCENA DOTYCZĄCA ISTNIENIA POMOCY PAŃSTWA W ROZUMIENIU ART. 107 UST. 1 TFUE

- (221) Zgodnie z art. 107 ust. 1 TFUE „wszelka pomoc przyznawana przez państwo członkowskie lub przy użyciu zasobów państwowych w jakiegokolwiek 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”. Postanowienie to określa warunki, na podstawie których środek przyznany przez państwo członkowskie może zostać uznany za pomoc państwa.
- (222) Po pierwsze, przedmiotowe środki muszą pochodzić od państwa, przez co rozumie się, że muszą wiązać się użyciem zasobów państwowych i musi być możliwe przypisanie ich państwu. Po drugie, Komisja musi sprawdzić, czy zasoby państwowe zapewniają korzyść. Po trzecie, środki muszą mieć charakter selektywny (na przykład odnosić się do konkretnego przedsiębiorstwa, sektora gospodarczego lub obszaru geograficznego), w odróżnieniu od środka o zasięgu ogólnym. Po czwarte, muszą to być środki mogące zakłócić konkurencję i wpływać na wymianę handlową między państwami członkowskimi.
- (223) Komisja zbada najpierw, w odniesieniu do sześciu środków objętych postępowaniem wyjaśniającym, kryteria dotyczące państwowego pochodzenia środków, selektywności oraz wpływu na konkurencję i wymianę wewnątrz Unii. Komisja przeanalizuje następnie kryteria dotyczące korzyści gospodarczej w odniesieniu do każdego środka.
- (224) Komisja zauważa, że Belgia nie zakwestionowała państwowego pochodzenia finansowania, jego selektywności oraz wpływu na konkurencję i wymianę handlową między państwami członkowskimi. W związku z tym w odniesieniu do tych kryteriów Komisja ograniczy się do potwierdzenia analizy dokonanej w decyzji o wszczęciu postępowania. Belgia kwestionuje jedynie warunek odnoszący się do istnienia korzyści gospodarczej.

7.1.1. KRYTERIA DOTYCZĄCE PAŃSTWOWEGO POCHODZENIA ŚRODKÓW I MOŻLIWOŚCI PRZYPISANIA ICH PAŃSTWU

- (225) Komisja przypomina, że „aby korzyści mogły zostać uznane za pomoc w rozumieniu przepisu art. 87 ust. 1 WE, konieczne jest, po pierwsze, aby zostały one przyznane bezpośrednio lub pośrednio z zasobów państwowych [...] oraz, po drugie, aby można je było przypisać państwu [...]” ⁽¹⁴⁾.

⁽¹³⁾ Dz.U. C 83 z 7.4.2009, s. 1.

⁽¹⁴⁾ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 16 maja 2002 r. w sprawie C-482/99 Francja przeciwko Komisji, ECLI:EU:C:2002:294, pkt 24.

- (226) Podmiotem, od którego pochodzą środki objęte postępowaniem wyjaśniającym, jest finansowa spółka holdingowa FSIH. FSIH, której przedmiotem działalności są interwencje w spółkach działających w sektorze hutnictwa żelaza i stali z siedzibą za granicą, jest spółką zależną należącą w 100 % do SOGEP, w której z kolei 100 % udziałów posiada region Walonii. Środki, którymi dysponuje FSIH, podlegają zatem kontroli regionu Walonii i stanowią zatem zasoby państwowe.
- (227) Z opisu SOGEP i FSIH wynika, że organy publiczne mają decydującą rolę w odniesieniu do interwencji SOGEP i FSIH. SOGEP działa na wniosek rządu Walonii. Jak stanowi art. 3 ust. 1 jej statutu, „celem działalności spółki jest wypełnienie wszystkich zadań powierzonych jej przez rząd Walonii [...]. W związku z tym spółka zapewnia w szczególności wdrażanie podejmowanych przez rząd Walonii decyzji w sprawie interwencji w spółkach handlowych oraz zarządzanie udziałami kapitałowymi, obligacjami, zaliczkami i odsetkami, które rząd Walonii lub sama SOGEP posiadają w tych spółkach”. W odniesieniu do sektora hutnictwa żelaza i stali każda decyzja SOGEP wykraczająca poza zwykłe zarządzanie portfelem musi ponadto uzyskać zgodę Ministra Gospodarki i Ministra Budżetu regionu Walonii. W tym względzie w artykułach prasowych, które opublikowano w dzienniku *Le Soir* w dniu 21 listopada 2011 r., odnotowano reakcje ministrów Walonii odpowiedzialnych za resorty gospodarcze w czasie zaistnienia przedmiotowych okoliczności faktycznych. Osoby te wyraźnie przyjmują odpowiedzialność rządu Walonii w odniesieniu do interwencji FSIH.
- (228) Podsumowując, Komisja uważa, że środki objęte postępowaniem wyjaśniającym spełniają kryterium pochodzenia państwowego i można je przypisać regionowi Walonii.

7.1.2. KRYTERIUM SELEKTYWNOŚCI

- (229) Środki objęte postępowaniem wyjaśniającym dotyczą jedynie spółek należących do grupy Duferco i ich spółek zależnych. Środki te są więc selektywne.

7.1.3. KRYTERIA DOTYCZĄCE ZAKŁÓCENIA KONKURENCJI I WPŁYWU NA WYMIANĘ HANDLOWĄ MIĘDZY PAŃSTWAMI CZŁONKOWSKIMI

- (230) Grupa Duferco prowadzi działalność na rynku hutnictwa żelaza i stali. Interwencje FSIH pozwoliły grupie Duferco na zachowanie silniejszej pozycji konkurencyjnej niż pozycja, którą grupa ta miałaby w przypadku braku tych interwencji. Ponadto rynek hutnictwa żelaza i stali w Unii obejmuje wiele innych aktywnie działających podmiotów, a produkty hutnicze stanowią przedmiot wymiany handlowej między wieloma państwami członkowskimi. Korzyść przyznana poprzez interwencje FSIH na rynku otwartym na konkurencję wpłynęła na tę wymianę handlową. „Gdy pomoc przyznana przez państwo członkowskie umacnia pozycję przedsiębiorstwa w stosunku do innych przedsiębiorstw konkurujących z nim w ramach wewnątrzspółnotowej wymiany handlowej, należy uznać, że pomoc wywiera wpływ na tę wymianę handlową”⁽¹⁵⁾.
- (231) Dlatego zgodnie z orzecznictwem Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej⁽¹⁶⁾ przedmiotowe środki mogą wpływać na konkurencję wymianę handlową między państwami członkowskimi.

7.1.4. KRYTERIUM KORZYŚCI GOSPODARCZEJ

- (232) Transakcje ekonomiczne i finansowe dokonywane przez podmiot publiczny nie przynoszą korzyści podmiotowi, do którego są skierowane, a tym samym nie stanowią pomocy państwa, jeżeli są realizowane na normalnych warunkach rynkowych⁽¹⁷⁾. Innymi słowy, należy ocenić, czy w podobnych okolicznościach prywatny inwestor działający w normalnych warunkach rynkowych przeprowadziłby taką samą interwencję. Jeżeli tak nie jest, oznacza to, że przedsiębiorstwo będące beneficjentem uzyskało korzyść gospodarczą, której nie uzyskałoby w normalnych warunkach rynkowych, i dzięki temu znalazło się ono w korzystniejszej sytuacji niż jego konkurencja⁽¹⁸⁾.
- (233) Komisja przeanalizuje w świetle tego kryterium kolejno sześć środków przyznanych grupie Duferco.

7.1.4.1. Środek 1

(i) Uzasadnienia związane z wycofaniem się FSIH

- (234) Komisja uważa, że analiza motywów wycofania się FSIH, nawet jeżeli nie wystarczy, aby dowieść, że inwestycja nie była racjonalna, dostarcza jednak istotnych informacji na temat środka objętego postępowaniem wyjaśniającym.

⁽¹⁵⁾ Wyrok Sądu z dnia 4 kwietnia 2001 r. w sprawie T-288/97 region Friuli-Wenecja Julijska przeciwko Komisji, ECLI:EU:T:2001:115, pkt 41.

⁽¹⁶⁾ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 17 września 1980 r. w sprawie 730/79 Holland BV przeciwko Komisji, ECLI:EU:C:1980:209, pkt 11 i 12.

⁽¹⁷⁾ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 11 lipca 1996 r. w sprawie C-39/94 SFEI i inni przeciwko La Poste, ECLI:EU:C:1996:285, pkt 60.

⁽¹⁸⁾ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 5 czerwca 2012 r. w sprawie C-124/10 P Komisja przeciwko EDF, ECLI:EU:C:2012:318, pkt 90.

- (235) Belgia przedstawia uzasadnia wycofania się FSIH z kapitału Duferco US następującymi czynnikami: (i) przeświadczeniem FSIH o przyszłym odwróceniu cyklu koniunkturalnego na rynku stali; (ii) zawarciem umowy na dostawę kęsisk płaskich z [...], która, chociaż przyczyniała się do stabilizacji wyników, wiązała się jednak z ryzykiem ograniczenia ewentualnych zysków Duferco US; (iii) istnieniem dużej płynności w ramach grupy Duferco, co otwierało przed FSIH możliwość zbycia swoich udziałów w Duferco US; (iv) trwającymi negocjacjami w sprawie zbycia 50 % udziałów w SIF na rzecz NLMK z zamiarem włączenia Duferco US do partnerstwa z NLMK.
- (236) W odniesieniu do pierwszego motywu Komisja zauważa, że w odpowiedzi z dnia 8 kwietnia 2015 r. Belgia nadała mu mniejszą wagę. Komisja wezwała bowiem Belgię do przedstawienia wszelkich badań, poprzedzających wdrożenie środka, dotyczących prognoz dla rynku stali na pięć następnych lat. Belgia przedstawiła przegląd sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych zaczerpnięty z *The National Economic Review* w odniesieniu do dwóch pierwszych czteromiesięcznych okresów 2006 r. oraz badanie sektora stali z dnia 10 kwietnia 2006 r. wykonane przez *Crédit suisse*. Dwa pierwsze badania stanowią ogólne zarysy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych podczas dwóch pierwszych czteromiesięcznych okresów roku; potwierdzają one spowolnienie wzrostu PKB spowodowane pogorszeniem sytuacji w sektorze mieszkaniowym, ale nie przewidują recesji w perspektywie krótkoterminowej. Wyniki kolejnego badania, dotyczącego bezpośrednio rynku stali, pozostają ostrożne w odniesieniu do zmian na tym rynku w Stanach Zjednoczonych:
- „1. Stan zapasów stali w Stanach Zjednoczonych pozostaje na niskim poziomie, co nadal zwiększa popyt w tym zakresie. [...] W tej sytuacji jeszcze przez (co najmniej) wiele miesięcy na rynku amerykańskim nie wystąpi nadmierna podaż. [...]
4. Źródłem tych zapasów jest przywóz (lub produkcja), co jak się wydaje ma zasadnicze znaczenie z niżej przedstawionych powodów. Chociaż rynek amerykański utrzymuje się w dobrej sytuacji, można uznać, że ryzyko presji na podaż (zwiększenia przywozu i produkcji) mogłoby doprowadzić do utworzenia zapasów w ciągu 2006 r., a więc do rozluźnienia sytuacji na rynku amerykańskim pod koniec 2006 r. równoległe ze stopniowym ponownym pojawianiem się przewagi podaży nad popytem”.
- (237) Zapoznawszy się z tymi badaniami, Komisja zauważa, że Belgia słusznie zrelatywizowała znaczenie postrzegania sytuacji na rynku stali przy podejmowaniu przez FSIH decyzji o wycofaniu się z inwestycji. Wydaje się bowiem, że prognozy gospodarcze dostępne w czasie wycofania się FSIH były niewystarczające, aby można było przedstawić to wycofanie się jako skorzystanie z faktycznej okazji.
- (238) W odniesieniu do drugiego motywu Komisja stwierdza, że zawarcie umów na zaopatrzenie doprowadziło do znacznej poprawy wyników Farrell od roku obrotowego 2006. Sprzedaż netto wzrosła prawie dwukrotnie; wynik działalności operacyjnej zmienił się ze straty w wysokości [...] mln USD na zysk w wysokości [...] mln USD; wynik finansowy netto zmienił się ze straty w wysokości [...] mln USD na zysk w wysokości [...] mln USD; Ponieważ rok obrotowy 2006 kończył się w dniu 30 września, FSIH nie mogła nie wiedzieć w czerwcu 2006 r. o poprawie wyników za ten rok.
- (239) FSIH nie jest funduszem hedgingowym, zatem Komisja nie jest przekonana, że zwiększenie dochodów i ich stabilizacja na wystarczającym i przewidywalnym poziomie stanowią dostateczny powód wycofania się z inwestycji.
- (240) Komisja nie zgłasza zastrzeżeń co do trzeciego motywu, ale uważa, że należy go zrelatywizować z uwzględnieniem prawdziwego motywu wycofania się FSIH: zacieśnienia relacji między Duferco a NLMK.
- (241) Okazuje się bowiem, że to Duferco wyszła z inicjatywą w sprawie wycofania się FSIH. Jak wskazuje [...] w uwagach przedstawionych Komisji⁽¹⁹⁾, zbycie przez FSIH jej udziałów w Duferco US stanowiło warunek konieczny objęcia przez NLMK udziału kapitałowego w SIF.
- „NLMK w szczególności wskazała, że warunkiem wstępnym realizacji całej transakcji jest kontrolowanie przez SIF wszystkich akcji Duferco US, co wiązało się z odkupieniem akcji posiadanych przez FSIH”.
- W związku z powyższym FSIH przystępowała do negocjacji zbycia jej udziałów w Duferco niewątpliwie z pozycji siły. W związku z tym fakt, że nie starała się jednak odzyskać większej kwoty niż wynosił jej pierwotny wkład w wysokości 95 mln EUR, pozwala sądzić, że FSIH nie zachowała się jak racjonalny inwestor prywatny.
- (242) Sprzeciwiając się takiemu przypuszczeniu, Belgia odpowiedziała w swoich uwagach, że inwestycję FSIH należy analizować z uwzględnieniem waluty funkcjonalnej Duferco US (dolar), a nie waluty funkcjonalnej FSIH (euro). Cena sprzedaży w dolarach uzyskana przez FSIH ([..] mln USD) zapewniła jej przyzwoitą rentowność na poziomie 6,81 % rocznie. Komisja nie zgadza się z tą opinią z dwóch powodów. Po pierwsze, Komisja uważa, że euro jest jedyną stosowną walutą w odniesieniu do FSIH jako spółki zarządzającej kapitałem wyrażonym w euro.

⁽¹⁹⁾ Uwagi [...] z dnia 23 czerwca 2014 r., pkt 24.

Po drugie i co ważniejsze, Komisja wyjaśnia, że ta dyskusja nie ma żadnego wpływu na jedyną istotną kwestię, a mianowicie czy cena [...] mln USD (w przeliczeniu [...] mln EUR) odpowiada cenie rynkowej, którą mógłby uzyskać inwestor prywatny w podobnych okolicznościach. Po powyższym wprowadzeniu, Komisja zamierza obecnie odpowiedzieć na to pytanie.

(ii) **Postępowanie FSIH jako inwestora prywatnego**

- (243) Komisja stwierdza przede wszystkim, że FSIH podczas negocjacji dotyczących transakcji zbycia jej udziałów w Duferco US nie wdrożyła przejrzystej i bezwarunkowej otwartej procedury przetargowej, ponieważ zdaniem FSIH „trudno było wyobrazić sobie sprzedaż osobie trzeciej mniejszościowego udziału kapitałowego w prywatnej (nienotowanej) spółce”⁽²⁰⁾. Analiza motywów wycofania się FSIH z inwestycji wyraźnie podważa ten argument: jeżeli FSIH nie próbowała przeprowadzić procedury konkurencyjnej w odniesieniu do Duferco, to zachowała się w ten sposób w celu spełnienia oczekiwań Duferco, która bardzo potrzebowała udziałów FSIH, aby zawrzeć porozumienie z NLMK.
- (244) Komisja nie wymaga jednak każdorazowego przeprowadzania przetargu⁽²¹⁾, aby uznać, że dana sprzedaż jest zgodna z ceną rynkową. Zaleca natomiast w takim przypadku odniesienie się do niezależnych ekspertyz w celu określenia ceny rynkowej.
- (245) FSIH nie skorzystała z żadnej tego rodzaju ekspertyzy. Belgia uznaje w tym względzie, że sporządzenie sprawozdania dotyczącego wyceny było tak samo zbędne jak przeprowadzanie przetargu, „biorąc pod uwagę czynne i skuteczne zaangażowanie FSIH w Farrell, które trwało od objęcia przez FSIH udziału kapitałowego w Farrell w 2003 r., oraz jego znakomitą znajomość sektora hutnictwa żelaza i stali”⁽²²⁾.
- (246) Komisja stwierdza więc, że żadna z dwóch metod zwykle przez nią stosowanych w celu określenia ceny rynkowej, a mianowicie przetarg lub niezależna ekspertyza, nie zostały wdrożone przez region Walonii.
- (247) Gdy państwo członkowskie utrzymuje, że dana transakcja gospodarcza spełnia test prywatnego inwestora, ma ono obowiązek przedstawić elementy wskazujące na to, że decyzja o przeprowadzeniu transakcji została w danym czasie podjęta w oparciu o szacunki gospodarcze porównywalne z tymi, jakie w podobnych warunkach przeprowadziłby racjonalny podmiot prywatny w celu określenia korzyści gospodarczej wynikającej z transakcji.
- (248) Wynika to bowiem z treści następujących punktów wyroku EDF⁽²³⁾:
- „83. Owe elementy muszą jasno wskazywać na to, że dane państwo członkowskie przed lub równocześnie z przyznaniem korzyści gospodarczej [...] wydało decyzję o dokonaniu inwestycji w kontrolowane przedsiębiorstwo publiczne za pomocą działania rzeczywiście wprowadzonego w życie.
84. W związku z powyższym mogą być między innymi wymagane elementy, które wskazują na to, że wspomniana decyzja jest oparta na szacunkach gospodarczych porównywalnych z tymi, jakie w okolicznościach niniejszego przypadku rozsądny inwestor prywatny znajdujący się w sytuacji możliwie podobnej do sytuacji wspomnianego państwa kazałby przeprowadzić przed przystąpieniem do inwestycji, o której mowa powyżej, by ustalić przyszłą opłacalność takiej inwestycji.
85. Natomiast szacunki gospodarcze przeprowadzone po przyznaniu owej korzyści, retrospektywne stwierdzenie rzeczywistej opłacalności inwestycji zrealizowanej przez dane państwo członkowskie lub późniejsze uzasadnienie wybranego faktycznie sposobu postępowania nie mogą wystarczyć do wykazania, że to państwo członkowskie wydało – przed lub równocześnie z przyznaniem tej korzyści – taką decyzję w charakterze akcjonariusza [...]”.
- (249) Komisja zauważa jednak, że metody wyceny przedstawione przez Belgię i przez [...] stanowią badania przeprowadzone po wdrożeniu środka objętego postępowaniem wyjaśniającym. Zrealizowano je tylko po to, by odpowiedzieć na wątpliwości przedstawione przez Komisję w decyzji o wszczęciu postępowania, a więc długo po zaistnieniu odnośnych faktów.
- (250) W tym względzie Komisja odnotowuje w uwagach [...] (24) stwierdzenie, że kiedy podmiot ten zlecił KPMG sporządzenie wyceny *ex post* Duferco US, KPMG musiało odrzucić podejście oparte na dochodach, ponieważ nie istniał żaden biznesplan, który byłby sporządzony przez Duferco US w tamtym czasie.

⁽²⁰⁾ Przypis 2 w uwagach Belgii dotyczących decyzji o wszczęciu postępowania z dnia 11 grudnia 2013 r.

⁽²¹⁾ Wyrok Sądu z dnia 28 lutego 2012 r. w sprawach T-268/08 i T-281/08 Land Burgenland przeciwko Komisji, ECLI:EU:T:2012:90, pkt 72.

⁽²²⁾ Uwagi Belgii z dnia 11 grudnia 2013 r., pkt 32.

⁽²³⁾ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 5 czerwca 2012 r. w sprawie C-124/10 P Komisja przeciwko EDF, ECLI:EU:C:2012:318, pkt 83–85.

⁽²⁴⁾ Uwagi [...], pkt 42, s. 12.

- (251) Komisja trzykrotnie wezwała do przekazania jej jakiegokolwiek wcześniejszego dokumentu wskazującego na to, że przeprowadzono prace poprzedzające podjęcie decyzji przez FSIH ⁽²⁵⁾. Belgia odpowiedziała, że od 2003 r., a więc od roku objęcia przez FSIH udziału kapitałowego w Duferco US, trzy osoby reprezentujące FSIH wchodziły w skład zarządów Duferco US i Farrell oraz brały udział w zarządzaniu tymi spółkami. Akcjonariusze Duferco US przekazywali sobie wzajemnie liczne sprawozdania ⁽²⁶⁾. Belgia przedstawiła zatem dwa przykłady takich sprawozdań z sierpnia 2004 r. i z marca 2005 r. Sprawozdania te są to kilkustronicowe protokoły z dwóch wizyt przedstawicieli FSIH w Farrell. Komisja twierdzi, że na ich podstawie nie można w żaden sposób określić wyceny udziału kapitałowego FSIH w Duferco US. Belgia uważa, że osoby te, będąc ekspertami w dziedzinie hutnictwa żelaza i stali, były w stanie samodzielnie ocenić sytuację przedsiębiorstwa ⁽²⁷⁾. Komisja zauważa jednak, że Belgia nie sporządziła żadnej noty, korespondencji lub innych dokumentów odnoszących się do ewentualnych kontaktów tych ekspertów w dziedzinie hutnictwa żelaza i stali z grupą Duferco celem określenia wartości udziału kapitałowego FSIH w Duferco US.
- (252) W świetle tych faktów, motywów wycofania się FSIH i orzecznictwa zawartego w wyroku w sprawie EDF Komisja stwierdza, że FSIH podczas zbycia swoich udziałów w Duferco US nie postąpiła jak inwestor prywatny.

(iii) **Obliczenie elementu pomocy**

- (253) Komisja wykazała, że nie postępując jak inwestor prywatny, FSIH przyznała na rzecz DII korzyść gospodarczą, której DII nie osiągnęłaby w normalnych warunkach rynkowych.
- (254) W związku z tym, że Belgia nie wykazała, iż faktycznie zapłacona cena sprzedaży Duferco US opierała się na wycenie *ex ante* tej spółki, Komisja przeprowadziła własną wycenę 49,99 % kapitału Duferco US (udziały będące w posiadaniu FSIH).
- (255) Przede wszystkim Komisja nie zgadza się na całkowite wykluczenie metody wyceny w oparciu o kapitał własny zastosowanej w decyzji o wszczęciu postępowania. Aby uwzględnić uwagi Belgii dotyczące ograniczeń tej metody, Komisja zastosuje ją jednak wyłącznie w celu weryfikacji.

Tabela 1

Kapitał własny i wyniki finansowe netto Duferco US (w tys. USD)

	wrzesień 2003 r.	wrzesień 2004 r.	wrzesień 2005 r.	wrzesień 2006 r.
Kapitał własny	51 912	129 686	115 795	140 577
Wynik netto	- 6 596	77 716	- 13 891	24 782

Tabela 2

Kapitał własny i wyniki finansowe netto Farrell (w tys. USD)

	wrzesień 2003 r.	wrzesień 2004 r.	wrzesień 2005 r.	wrzesień 2006 r.
Kapitał własny	78 721	157 370	134 150	139 402
Wynik netto	- 7 034	78 591	- 13 279	25 458

- (256) Z danych tych wynika po prostu, że metoda wyceny oparta na wartości kapitału własnego prowadzi niepodważalnie do uzyskania wartości wyższej w 2006 r. niż w 2003 r.
- (257) Komisja oszacowała jednak wartość udziału kapitałowego FSIH w Duferco US w oparciu o metodę przyjętą przez Belgię: metodę opartą na mnożniku EBITDA. Metoda ta wymaga oszacowania (i) wartości EBITDA za 2006 r. (rok zbycia) oraz (ii) mnożnika odnoszącego się do tej wartości, w oparciu o dane dotyczące porównywalnych spółek.

⁽²⁵⁾ Wezwania do udzielenia informacji z dnia 29 listopada 2011 r., z dnia 29 czerwca 2012 r. i z dnia 27 stycznia 2015 r.

⁽²⁶⁾ Odpowiedź Belgii z dnia 4 czerwca 2013 r.

⁽²⁷⁾ Odpowiedź Belgii z dnia 28 września 2012 r.

- (258) Belgia przyjęła, że należy oprzeć się na wartości EBITDA zawartej w przedziale 25–42 mln EUR na 2006 r. Jak wynika ze sprawozdań skonsolidowanych Duferco US na dzień 30 września 2006 r. ⁽²⁸⁾, wartość EBITDA wyniosła w rzeczywistości 52,25 mln USD (wynik operacyjny: 45,97 + deprecjacja i amortyzacja: 6,28). Ten dobry wynik był zasadniczo znany już w dniu 14 czerwca 2006 r., ponieważ do zamknięcia roku obrotowego pozostawało wówczas tylko dwa i pół miesiąca. Komisja uznaje zatem, że przedział przyjęty przez Belgię jest niesłusznie zaniżony. Zauważa również, że w badaniu *ex post* przeprowadzonym przez KPMG przyjmuje się „prognozowaną” wartość EBITDA za rok obrotowy 2006 wynoszącą 42 mln USD. W wyniku zestawienia tych różnych elementów Komisja przyjmuje, że wartość EBITDA wynoszącą 47,12 mln USD ⁽²⁹⁾ można było realnie przewidzieć w trakcie 2006 r.
- (259) Oszacowanie dokonane przez Komisję potwierdzają poniższe informacje. W dniu 12 czerwca 2006 r. w nocy ⁽³⁰⁾ przygotowanej na posiedzenie zarządu w dniu 14 czerwca FSIH przewidywała ustabilizowany wynik na poziomie „20–25 mln USD” za 2006 r. i za następne lata. Fakt ten potwierdza przede wszystkim, że FSIH miała pewien wgląd w sytuację finansową spółki. Potwierdza to jednak w szczególności właściwe wskazanie poziomu EBITDA, którego można było oczekiwać *ex ante*. Z rekonstrukcji księgowej i finansowej przeprowadzonej przez KPMG w 2014 r. wynika bowiem, że wynik finansowy netto w wysokości 20,3 mln EUR odpowiada wartości EBITDA wynoszącej 42,3 mln EUR. Jeżeli przyjąć ten stosunek wartości EBITDA do wyniku finansowego netto wynoszący 2,09 i zastosować go do przewidywanego wyniku finansowego netto w wysokości 22,5 mln EUR (średnia arytmetyczna przedziału przewidywanego przez FSIH w nocy dla zarządu), przewidywana wartość EBITDA na 2006 r. wynosi 47 mln EUR, a więc jest bardzo zbliżona do wartości 47,12 mln EUR oszacowanej przez Komisję w poprzednim motywie.
- (260) Jeżeli chodzi o stosowany mnożnik, Komisja przyjmuje mnożnik zaczerpnięty z metodyki stosowanej przez Hatch Beddows w wycenie Duferco US przeprowadzonej w 2003 r. i wynoszący [...]. Opracowanie to stanowi bowiem jedyną analizę *ex ante* dostępną podczas transakcji zbycia.
- (261) W rezultacie wartość udziału kapitałowego FSIH w Duferco US wyniosłaby [...] mln USD ⁽³¹⁾. Kwota pomocy odpowiada różnicy między tą wyceną a ceną zbycia wynoszącą [...] mln USD ustaloną w 2006 r., a więc wynosi 15,24 mln USD.
- (262) Do tej kwoty należy dodać wartość opcji kupna, która została oszacowana *ex post* przez KPMG na [...] mln USD. Całkowita kwota pomocy otrzymanej przez DII wynosi zatem 15,34 mln USD, a więc zasadniczo 11,58 mln EUR ⁽³²⁾.
- (263) Komisja zauważa, że kwota pomocy oszacowana na tej podstawie potwierdza, że cena sprzedaży udziałów FSIH w Duferco US nie odpowiada cenie, jakiej mógłby oczekiwać inwestor prywatny działający w normalnych warunkach rynkowych.

7.1.4.2. Środek 2

(i) Uzasadnienia związane z wycofaniem się FSIH

- (264) W swoich uwagach Belgia uzasadniła wycofanie się FSIH z kapitału DPH następującymi czynnikami: cyklicznością sektora, wejściem nowych inwestorów prywatnych do grupy Duferco ([...] i NLMK) i ich wpływem, dostępnością płynności w grupie Duferco.
- (265) Komisja przyznaje, że ostatni z tych czynników nie wzbudza wątpliwości, kwestionuje natomiast decydujące znaczenie dwóch pierwszych czynników. W protokole posiedzenia zarządu FSIH z dnia 14 czerwca 2006 r. dotyczącego zbycia udziałów w DPH ⁽³³⁾ nie wymieniono bowiem żadnej z tych dwóch przyczyn. W protokole potwierdzono natomiast inny, pilniejszy powód: pilną potrzebę uzyskania środków finansowych przez FSIH.

„Na koniec 2005 r. FSIH potrzebowała znacznych środków pieniężnych w celu sfinansowania pilnych projektów.

W tym samym czasie grupa Duferco miała możliwość sprzedaży swojego zakładu przemysłowego znajdującego się w Rosji.

FSIH skorzystała z tej okazji, aby zwrócić się do [spółki, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] z propozycją odkupienia przez nią udziałów FSIH w DPH”.

⁽²⁸⁾ Załącznik 1 do odpowiedzi Belgii z dnia 28 września 2012 r., s. 24 i 6.

⁽²⁹⁾ Wartość ta odpowiada średniej arytmetycznej wartości EBITDA oszacowanej *ex post* za 2006 r. przez KPMG oraz wartości EBITDA faktycznie uzyskanej w 2006 r.

⁽³⁰⁾ Załącznik do odpowiedzi Belgii z dnia 25 września 2015 r., s. 2.

⁽³¹⁾ [...] x 49,9 % (udział kapitałowy FSIH).

⁽³²⁾ Kurs walutowy USD/EUR na dzień 12 grudnia 2006 r. równy 0,7550.

⁽³³⁾ Załącznik 4 do odpowiedzi Belgii z dnia 8 kwietnia 2015 r., s. 6 „Planowana transakcja”.

- (266) Należy przypomnieć, że SOGEPA przekazała FSIH, w chwili jej utworzenia, dotację w kwocie 180 mln EUR. Na koniec 2005 r. kwota ta została prawie całkowicie przekształcona w aktywa trwałe: zainwestowano 95 mln EUR w Duferco US i 80 mln EUR w DPH. Tymczasem w 2006 r. FSIH chciała wesprzeć inne projekty, które uznano prawdopodobnie za bardziej priorytetowe z punktu widzenia walońskich organów publicznych. Wśród projektów tych znajdował się remont wielkiego pieca i koksowni w Carsid, który stanowił „projekt strategiczny dla przyszłości hutnictwa żelaza i stali w zagłębiu Charleroi [i] który z pewnością mieścił się w zakresie działalności SOGEPA”⁽³⁴⁾.
- (267) W świetle tych motywów okazuje się, że o zbyciu udziałów FSIH w DPH zadecydowały przede wszystkim względy polityczne i społeczne; FSIH musiała bowiem zdobyć środki finansowe, aby móc w dalszym ciągu udzielać wsparcia sektorowi hutnictwa żelaza i stali w Walonii. Działając w ten sposób, FSIH nie miała na celu dokonywać maksymalnej wyceny wartości swojego udziału kapitałowego. Przeciwnie, walońska spółka zajęła z góry słabszą pozycję w negocjacjach z Duferco w sprawie wycofania się z DPH.

(ii) **Postępowanie FSIH jako inwestora prywatnego**

- (268) W tym kontekście [spółka, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] miała pełną swobodę w zakresie złożenia agresywnej oferty kupna. Wtedy właśnie FSIH zleciła pilne przeprowadzenie niezależnego badania w celu zatwierdzenia oferty [spółki, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] jak wynika z protokołu posiedzenia zarządu FSIH z 14 czerwca 2006 r.⁽³⁵⁾:

„Aby zatwierdzić proponowaną cenę transakcji, FSIH zleciła wycenę grupy spółce Ernst & Young”.

- (269) Kiedy organ publiczny sprzedaje składnik majątku osobie prywatnej, należy określić, czy cena zbycia jest równoważna z ceną rynkową, a więc czy odpowiada cenie, którą kupujący mógłby uzyskać w warunkach rynkowych. W tym celu organ publiczny musi zastosować przejrzystą i bezwarunkową procedurę otwartą albo w przeciwnym razie oprzeć się na niezależnej ekspertyzie.
- (270) Komisja nie neguje tego, że FSIH postąpiła jak inwestor prywatny, gdy zleciła przeprowadzenie niezależnego badania przedsiębiorstwu Ernst & Young. Stwierdza ona jednak, że mimo wezwań w tym zakresie⁽³⁶⁾ Belgia nie dostarczyła dowodów potwierdzających, że wnioski z tego badania zostały skutecznie uwzględnione podczas negocjacji między stronami. Przeciwnie, okazuje się, że FSIH będąc pod presją zbycia swoich udziałów, pozostawiła [spółce, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] inicjatywę zaproponowania ceny, która została przyjęta bez uwzględnienia w negocjacjach wyników późniejszej ekspertyzy. Komisja podtrzymuje zatem, że sprawozdanie Ernst & Young z 2006 r. nie zostało wykorzystane zgodnie z testem prywatnego inwestora i posłużyło w sumie jedynie do nadania pozorów transakcji rynkowej negocjacom, które zostały już praktycznie zakończone.
- (271) W związku z powyższym można stwierdzić, że obszernie uzasadniane przez Belgię „redukcje wartości” w ogóle nie były jako takie przedmiotem dyskusji – a w każdym razie nie zostały w wystarczającym stopniu omówione – z [spółką, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH] podczas negocjacji. Przeciwnie, pojawiły się dopiero *ex post* jako formalne odzwierciedlenie uzasadnień częściowo sformułowanych wewnętrznie przez FSIH w celu przekonania siebie samej, że cena zaproponowana przez [spółkę, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] była uzasadniona.
- (272) Komisja zwraca ponadto uwagę na fakt, że chociaż wyniki sprawozdania Ernst & Young z 2006 r. były zdaniem Belgii dyskusyjne, region Walonii nie uznał za konieczne zlecenie ekspertyzy kontrydiktoryjnej, tak jak zrobił to w 2003 r. podczas obejmowania udziału kapitałowego w Duferco US. W każdym razie dyskusje tak bardzo szczegółowe pod względem technicznym i tak istotne jak te, które przywołała Belgia w odniesieniu do redukcji wartości będących rzekomo przedmiotem negocjacji między FSIH a [spółką, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH], uzasadniałyby zlecenie takiej kontrekspertyzy.
- (273) Z tych powodów Komisja uznaje, że nie ma potrzeby odnoszenia się „redukcji wartości” punkt po punkcie, ponieważ postępowanie FSIH tak czy inaczej nie było zgodne z testem prywatnego inwestora. Komisja stwierdza, że sprzedając swój udział kapitałowy za kwotę [...] mln USD, FSIH przyznała [spółce, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] korzyść gospodarczą, której spółka ta nie mogłaby uzyskać w normalnych warunkach rynkowych.

⁽³⁴⁾ Odpowiedź Belgii z dnia 15 września 2015 r., s. 2.

⁽³⁵⁾ Załącznik 4 do odpowiedzi Belgii z dnia 8 kwietnia 2015 r., s. 7 „Uzasadnienie ceny”.

⁽³⁶⁾ Wezwanie do udzielenia informacji z dnia 15 września 2015 r.

(iii) Obliczenie elementu pomocy

- (274) Ponieważ jedyna przeprowadzona wówczas niezależna ekspertyza wskazuje cenę rynkową wynoszącą [...]– [...] mln USD, element pomocy na rzecz [spółki, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH,] zawarty w przedmiotowym środku jest równy różnicy między dolną wartością tego przedziału a faktyczną ceną transakcji, tj. kwocie 25,58 mln USD (lub 20,36 mln EUR ⁽³⁷⁾).

7.1.4.3. Środek 3**(i) Charakter *pari passu* transakcji**

- (275) Zgodność transakcji z testem prywatnego inwestora zostaje potwierdzona, jeżeli można dowieść, że transakcję tę przeprowadzono na zasadzie *pari passu* między inwestorami publicznym i prywatnym.
- (276) Belgia utrzymuje, że inwestycja FSIH w DSIH ma charakter *pari passu* w odniesieniu do inwestycji Duferco Développement ze względu na to, że (i) w przypadku FSIH i Duferco Développement ryzyko jest identyczne (DSIH przed wspólnym objęciem udziału kapitałowego nie należała ani do grupy Duferco, ani do FSIH), (ii) że kwoty wkładów są identyczne i że (iii) interwencje przeprowadzono jednocześnie.
- (277) [...] potwierdza argumenty wysuwane przez Belgię.
- (278) Komisja nie kwestionuje jednoczesności transakcji. Odrzuca natomiast dwa pierwsze argumenty Belgii i stwierdza w konsekwencji, że objęcie udziału kapitałowego przez FSIH nie ma charakteru *pari passu* w odniesieniu do objęcia udziału kapitałowego przez Duferco Développement.
- (279) Komisja zauważa bowiem, że chociaż spółkę DSIH utworzono formalnie poza grupą Duferco, DSIH służyła Duferco jako spółka celowa do celów nabycia wraz z FSIH spółki Carsid Développement, w której posiadała całość kapitału za pośrednictwem SIF. Dla przypomnienia, Duferco była jedynym akcjonariuszem SIF do dnia 18 grudnia 2012 r., kiedy NLMK wykupiła 50 % udziałów w tej luksemburskiej spółce holdingowej.
- (280) W związku z tym grupa Duferco wpłaciła [...] mln EUR w celu nabycia Carsid Développement za pośrednictwem DSIH oraz otrzymała [...] mln EUR z tytułu sprzedaży Carsid Développement za pośrednictwem swojej spółki zależnej SIF. Transakcja ta, stanowiąca w rzeczywistości zwykły transfer między spółkami zależnymi, była korzystna dla grupy Duferco, natomiast dla FSIH oznaczała wypływy środków pieniężnych w kwocie [...] mln EUR.
- (281) Komisja stwierdza, że obejmując równy udział kapitałowy, FSIH wniosła [...] mln EUR w formie pieniężnej w kapitał jednej ze spółek zależnych grupy Duferco, przez co Duferco otrzymała [...] mln EUR netto bez konieczności przyjmowania nowego ryzyka. Uwzględniając te okoliczności, nie można stwierdzić, że inwestycja ta miała charakter *pari passu*.

(ii) Postępowanie FSIH jako inwestora prywatnego

- (282) Komisja przedstawia przyczyny, które pozwalają jej jednoznacznie stwierdzić niezgodność transakcji z testem prywatnego inwestora, niezależnie od braku charakteru *pari passu* transakcji. Mają one związek ze sposobem wyceny przez FSIH objęcia przez nią udziału kapitałowego w DSIH, w szczególności jeżeli chodzi o (i) aktywa i pasywa będące w posiadaniu Carsid Développement oraz (ii) wycenę wartości projektu [...].
- (283) Carsid Développement powstała w 2006 r. w drodze częściowego podziału swojej spółki dominującej Carsid, która wniosła do nowo utworzonej spółki wkład niepieniężny w postaci pewnych aktywów. W dniu 14 listopada 2006 r. KPMG wyceniło ten wkład ⁽³⁸⁾. Sprawozdanie KPMG (sprawozdanie KPMG z 2006 r.) potwierdziło wniesienie wkładu w formie aktywów o wartości [...] mln EUR, złożonych w ponad 99 % z należności z tytułu dostaw i usług ze strony Duferco La Louvière Sales oraz wniesienie pasywów o podobnej wartości ([...] mln EUR) odpowiadających rezerwie z tytułu ryzyka środowiskowego przeznaczonej na pokrycie kosztów jeszcze nierozpoczętego oczyszczania terenu zakładu Carsid.
- (284) FSIH uwzględniła kwotę [...] mln EUR należności z tytułu dostaw i usług w swojej wycenie Carsid Développement (a więc w wycenie DSIH) ⁽³⁹⁾. Mimo wezwania Komisji w tym zakresie ⁽⁴⁰⁾ Belgia nie przedstawiła natomiast przekonujących dowodów na uwzględnienie przez FSIH pasywów Carsid Développement w wycenie DSIH. Belgia utrzymuje bowiem, że pasywa te nie odnosiły się faktycznie do żadnego obowiązku prawnego, ponieważ przepisy dotyczące gęb zanieczyszczonych mające zastosowanie w Walonii zostały przyjęte dopiero w 2008 r. Oczyszczenie zakładu było konieczne tylko ze względu na późniejszą wycenę gruntów. Przyjmując to

⁽³⁷⁾ Kurs walutowy USD/EUR na dzień 14 czerwca 2006 r. ówny 0,7959.

⁽³⁸⁾ Załącznik 20 do odpowiedzi Belgii z dnia 5 stycznia 2012 r.

⁽³⁹⁾ Zob. na przykład odpowiedź Belgii z dnia 11 grudnia 2013 r., pkt 86.

⁽⁴⁰⁾ Wezwanie do udzielenia informacji z dnia 15 września 2015 r.

założenie, koszty oczyszczania zakładu zostałyby w całości pokryte przez wartość oczyszczonego terenu, która została rzekomo ustalona między stronami na [...] mln EUR. Nie istniały zatem podstawy do wyceny rezerwy środowiskowej, która została jednak ujęta w księgach rachunkowych. Komisja stwierdza, że Belgia nie przedstawiła Komisji żadnych dowodów na to, że warunki te zostały ustalone między stronami, ani żadnej ekspertyzy potwierdzającej wartość oczyszczonych gruntów. Stwierdza zatem, że pasywa te nie zostały w dostatecznym stopniu uwzględnione w wycenie Carsid Développement dokonanej przez FSIH.

- (285) W odniesieniu do projektu [...] region utrzymuje, że FSIH oparła swoją analizę na obiektywnych składnikach kosztów wymienionych w niezależnym badaniu zleconym w 2006 r. przez Duferco spółce specjalizującej się w rewitalizacji terenów przemysłowych i składowisk („SPAQuE”), a także na wycenach wartości rynkowej oczyszczonych gruntów.
- (286) Komisja uznaje stosowność składników kosztów ustalonych wówczas przez niezależnego eksperta. Zwraca natomiast uwagę na fakt, że wartość rynkowa oczyszczonych gruntów nie była przedmiotem żadnego niezależnego badania *ex ante*. Belgia uzasadnia przedstawioną kwotę [...] mln EUR wynikami badania przeprowadzonego przez biuro ekspertyz Galtier w 2010 r., a więc cztery lata po wdrożeniu środka objętego postępowaniem wyjaśniającym.
- (287) Komisja zauważa, że w niezależnym badaniu SPAQuE zaproponowano jednak w 2006 r. wycenę przychodów możliwych do uzyskania ze sprzedaży oczyszczonych gruntów ⁽⁴¹⁾. W żadnym z zakładanych przez SPAQuE scenariuszy przychody nie przekraczały [...] mln EUR. Na podstawie tych danych z odnośnego okresu uzasadnienie kwoty [...] mln EUR zapłaconej przez FSIH wydaje się więc niemożliwe.
- (288) Komisja stwierdza ponadto, że nawet przy uwzględnieniu prognozowanej kwoty [...] mln EUR przyjętej przez Belgię wycena projektu na podstawie niezaktualizowanej sumy prognozowanych kosztów i zysków nie jest jednak zwykłą praktyką inwestora prywatnego. Inwestor prywatny nie wycenia bowiem w ten sam sposób zysków, które zostaną zrealizowane dopiero w odległej przyszłości, oraz kosztów, które trzeba ponieść w bliskiej przyszłości.
- (289) Komisja zauważa, że takie błędy w ocenie nie miałyby miejsca, gdyby wycena Carsid Développement została wówczas zrealizowana w kompletny i jednolity sposób. Komisja stwierdza zatem, że FSIH nie dokonała oceny gospodarczej *ex ante*, jakiej wymagałby inwestor prywatny.
- (290) W świetle powyższych ustaleń i orzecznictwa wynikającego z wyroku w sprawie EDF, o którym mowa w motywie 248, Komisja stwierdza, że FSIH nie postąpiła jak inwestor prywatny i tym samym przyznała korzyść gospodarczą na rzecz DSIH na warunkach, które nie są warunkami rynkowymi.

(iii) Obliczenie elementu pomocy

- (291) Ponieważ zbycie przez DSIH jej działalności spowodowało jedynie powstanie wierzytelności, której wpływu nie zarejestrowano i która obecnie znajduje się w posiadaniu Duferco Wallonie, Komisja uważa, że kwota pomocy przyznana DSIH jest równa łącznej kwocie opowiadającej objęciu udziału kapitałowego w przypadku FSIH wynoszącej [...] mln EUR.

7.1.4.4. Środki 4 i 5

(i) Niestosowność podejścia porównawczego

- (292) Komisja uważa, że aby ocenić, czy pożyczka zawiera element pomocy, należy ustalić, czy przedsiębiorstwo będące beneficjentem było w stanie otrzymać odnośne kwoty na rynku finansowym na podobnych warunkach ⁽⁴²⁾. Aby odpowiedzieć na to pytanie, Komisja może przyjąć podejście porównawcze i ocenić analizowane pożyczki w odniesieniu do transakcji rynkowych, które uznaje za porównywalne. Właśnie w tym celu Komisja wezwała Belgię do określenia, czy [spółka, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] i SIF otrzymały w 2009 r. porównywalne pożyczki od innych niż FSIH instytucji finansowych i, jeżeli tak, na jakich warunkach pożyczki te zostały udzielone.
- (293) Belgia przedstawiła Komisji tabele zawierające pewną liczbę pożyczek przyznanych [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] i SIF.

⁽⁴¹⁾ Załącznik 6 do odpowiedzi Belgii z dnia 4 czerwca 2013 r., tabela podsumowująca koszty i przychody.

⁽⁴²⁾ Wyrok Sądu z dnia 30 kwietnia 1998 r. w sprawie T-16/96 Cityflyer Express przeciwko Komisji, ECLI:EU:T:1998:78, pkt 51.

- (294) Jeżeli chodzi o [spółkę która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco], Belgia wyjaśniła, że jako nieopereacyjna spółka holdingowa [spółka, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco,] nie miała nigdy potrzeby zaciągania pożyczki bankowej, a zatem niemożliwe jest porównanie tych dwóch różnych stóp ze stopami faktycznie stosowanymi przez banki w odniesieniu do tej konkretnej spółki. W przypadku [spółki, która w danym momencie stała na czele grupy Duferco] wskazane przez Belgię elementy porównawcze dotyczą zatem wszystkich spółek zależnych tej spółki.
- (295) Zarówno w odniesieniu do [spółki, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco], jak i do SIF Komisja stwierdziła już w decyzji o wszczęciu postępowania ⁽⁴³⁾, że w tabelach znajdują się dane dotyczące pożyczek, które nie są porównywalne z przedmiotowymi pożyczkami ze względu na różne okresy zapadalności (zasadniczo są one krótsze, niż okresy zapadalności dwóch przedmiotowych pożyczek), różne kwoty (o wiele niższe niż kwoty tych dwóch pożyczek), inny charakter (tabele zawierają na przykład pożyczki odnawialne przyznawane na jeden rok i zezwolenia na kredyt w rachunku bieżącym), a także zabezpieczenia o różnym charakterze (hipoteki na nieruchomości lub inne rzeczowe aktywa trwałe).
- (296) Belgia zarzuciła Komisji, że ta niedostatecznie umotywowwała swoją odmowę przyjęcia przedstawionych pożyczek jako uzasadnionych elementów porównania. Nie można bowiem zaakceptować kryteriów analizy przyjętych przez Komisję, ponieważ zdaniem Belgii ⁽⁴⁴⁾ stopa procentowa nie zależy (i) ani od okresu zapadalności pożyczki, (ii) ani od charakteru pożyczki, (iii) ani od kwoty pożyczki.
- (297) Przeciwnie do stanowiska Belgii Komisja stwierdza, że w środowiskach finansowych powszechnie przyjmuje się, że okres zapadalności pożyczki ma niewątpliwie wpływ na określenie jej rentowności. Europejski Bank Centralny sporządził na przykład wykresie ⁽⁴⁵⁾ przedstawiający stosunek stopy rentowności pożyczki i jej okresu zapadalności. Krzywa wyraźnie wskazuje na to, że rentowność zwiększa się wraz z okresem zapadalności pożyczki, zwłaszcza w ciągu pierwszych dziesięciu lat. Stwierdzenie to wynika również z orzecznictwa Sądu. W sprawie Arbel Fauvet ⁽⁴⁶⁾ Sąd potwierdził analizę Komisji, według której warunki rentowności kredytu krótkoterminowego i kredytu długoterminowego nie mogą być podobne:
- „Zwiększenie limitu kredytu w rachunku bieżącym przyznane przez bank prywatny jest bowiem kredytem krótkoterminowym, w przeciwieństwie do zaliczek zwrotnych, których okres spłaty wynosi trzy lata, nie jest więc objęte identyczną analizą ryzyka ze strony wierzycieli. Fakt, że dłużnik może uzyskać kredyt krótkoterminowy, nie pozwala na ocenę jego zdolności uzyskania pożyczki z dłuższym terminem spłaty, której zwrot będzie uzależniony od zdolności przetrwania dłużnika”.
- (298) Komisja uznaje, że charakter pożyczki ma również wpływ na jej rentowność. Ryzyko związane z projektem dotyczącym sfinansowania potrzebnego kapitału obrotowego nie może zostać wynagrodzone w ten sam sposób co ryzyko związane z projektem inwestycji kapitałowej. Ponieważ poziom ryzyka jest różny w zależności od charakteru finansowanego projektu, konieczne jest również odpowiednie dostosowanie wynagrodzenia z tytułu tego ryzyka.
- (299) Z tych powodów Komisja nie uznaje zastrzeżeń Belgii i potwierdza swoją odmowę zastosowania podejścia porównawczego w oparciu o pożyczki przedstawione przez Belgię.
- (300) W związku z tym, że Komisja odmówiła zbadania pożyczek przedstawionych przez Belgię, [...] i SIF przedstawiły Komisji inne pożyczki.
- (301) [...] sporządziło zatem tabelę przedstawiającą 19 pożyczek wielowalutowych na wyższe kwoty niż pożyczki wymienione przez Belgię. Komisja stwierdziła, że spośród tych 19 pożyczek tylko jedna została przyznana w 2009 r. Dotyczy ona instrumentu płatniczego, który mógł zostać wykorzystany w okresach rządu jednego miesiąca (pożyczka FSIH została natomiast przyznana na okres sześciu lat). Większość pozostałych pożyczek została przyznana w latach 2003–2008, a więc przed początkiem kryzysu finansowego i w czasie stałego wzrostu gospodarczego na rynku stali. Ze względu na te zasadnicze różnice Komisja uważa, że 19 pożyczek przedstawionych przez [...] nie stanowi właściwego elementu porównawczego w odniesieniu do pożyczki FSIH.
- (302) W odniesieniu do SIF Komisja uznaje, że dwie pożyczki, o których została poinformowana Komisja, nie mają znaczenia. Chodzi wprawdzie o dwie pożyczki są długoterminowe. Obu tym pożyczkom towarzyszą jednak znaczne zabezpieczenia: (i) zabezpieczenia ze strony DPH i NLMK; (ii) zabezpieczenie pożyczki z Rabobank: [...]; (iii) zabezpieczenie pożyczki z Sumitomo: zabezpieczenie [...]. Pożyczce przyznanej przez FSIH nie odpowiada natomiast żadne zabezpieczenie. Ponadto pożyczki przedstawione przez SIF były [...], natomiast pożyczka przyznana przez FSIH jest [...]. Wynika z tego, że pożyczka przyznana przez FSIH była obciążona większym ryzykiem niż pożyczki przedstawione przez SIF. Pożyczki te nie mogą zatem służyć jako elementy porównawcze.

⁽⁴³⁾ Pkt 167.

⁽⁴⁴⁾ Odpowiedź Belgii z dnia 11 grudnia 2013 r., pkt 255–279.

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

⁽⁴⁶⁾ Wyrok Sądu z dnia 12 maja 2011 r. w sprawach T-267/08 i T-279/08 Région Nord-Pas-de-Calais przeciwko Komisji, ECLI:EU:T:2011:209, pkt 161.

(303) W świetle powyższego Komisja stwierdza, że przykłady pożyczek przedstawione przez Belgię, [...] i SIF nie są porównywalne z dwoma analizowanymi pożyczkami. Metoda porównawcza nie jest więc stosowna w niniejszym przypadku.

(ii) **Analiza pożyczek w świetle komunikatu w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r.**

(304) W odniesieniu do przypadków, w których zidentyfikowanie porównywalnych transakcji rynkowych jest trudne lub niemożliwe, Komisja opracowała wskaźniki w celu określenia, czy pożyczki zawierają elementy pomocy. W odniesieniu do pożyczek metodykę pozwalającą na obliczenie stopy referencyjnej, którą można zastąpić cenę rynkową, opisano w komunikacie w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. Metodyka ta opiera się na dwóch podstawowych parametrach: marży odsetkowej i poziomie zabezpieczenia.

(305) Komisja chce najpierw zastosować tę metodykę w odniesieniu do pożyczki przyznanej [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco].

(306) Belgia podnosi, że w momencie udzielenia pożyczki przez FSIH [spółka, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] mogła wykazać się ratingiem AAA. Na podstawie tabeli przedstawiającej około czterdziestu pożyczek w euro zaciągniętych w 2009 r. przez Duferco ⁽⁴⁷⁾ Belgia argumentuje bowiem, że marże zastosowane przez banki komercyjne wobec Duferco odpowiadają ratingowi AAA przy zabezpieczeniach na wysokim poziomie, jak wynika z komunikatu w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. Jeżeli wspomniany komunikat wiernie oddaje rzeczywistość rynkową, należy wyciągnąć na jego podstawie wniosek, że Duferco mogła oczekiwać ratingu kredytowego AAA.

(307) Komisja odrzuca ten argument. Zestawione w tabeli pożyczki przedstawione przez Belgię charakteryzują się marżą wynoszącą zasadniczo 70–150 punktów bazowych. Marże znaczącej liczby tych pożyczek ustalono na 100 punktów bazowych. Tymczasem, w związku z twierdzeniem Belgii, że Duferco objęła swoje pożyczki zabezpieczeniami na wysokim poziomie, komunikat w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. wskazuje, że marża w wysokości 100 punktów bazowych odpowiada ratingowi kredytowemu BB w odniesieniu do tego poziomu zabezpieczeń. W związku z tym na podstawie rozumowania Belgii [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] można przypisać co najwyżej rating kredytowy BB.

(308) Ten szacunkowy rating kredytowy [spółki, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] znajduje potwierdzenie poprzez porównanie z ratingami kredytowymi głównych grup sektora hutnictwa żelaza i stali na świecie w 2009 r. Przede wszystkim żadna grupa sektora hutnictwa żelaza i stali na poziomie światowym nie uzyskała w 2009 r. ratingu AAA niezależnie od jakiegokolwiek agencji ratingowej. Belgia nie kwestionuje zresztą tego stwierdzenia. W odniesieniu do około dziesięciu głównych grup z sektora hutnictwa żelaza i stali na świecie, których rating kredytowy określono w 2009 r. ⁽⁴⁸⁾, Komisja stwierdza, że tylko dwie z nich otrzymały rating A i A-, trzy znalazły się w kategorii BBB, a cztery zostały sklasyfikowane w kategorii BB. Komisja wnioskuje na tej podstawie, że w 2009 r. trudno byłoby uzasadnić dla grupy Duferco rating kredytowy równoważny z kategorią AAA i że rating „BB”, który wynika z podejścia zaproponowanego przez Belgię, wydaje się zgodny z ratingiem wielu innych grup z sektora hutnictwa żelaza i stali, a nawet jest to rating najczęściej stwierdzany w 2009 r.

(309) W odniesieniu do wartości zabezpieczeń Komisja nie zgadza się z opinią Belgii, według której zabezpieczenia związane z pożyczką przyznaną [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] były bardzo solidne. Dla przypomnienia, zabezpieczenia te składały się z zastawu na 15 % akcji DPH i zapewnienia priorytetowego zwrotu przysięłej, ale niemal pewnej wierzytelności na kwotę [...] mln USD.

(310) W odniesieniu do zastawu na 15 % akcji DPH Komisja zauważa, że zarejestrowana w [...] DPH jest spółką nienotowaną, której akcje są więc z definicji mało płynne. Tymczasem wartość zabezpieczeń ocenia się w odniesieniu do stopnia ich płynności w przypadku niewykonania zobowiązania przez pożyczkobiorcę, czyli w odniesieniu do możliwości ich sprzedania szybko i bez straty wartości. Ponadto, tak jak w przypadku wszystkich akcji zwykłych, wartość akcji DPH pozostaje zmienna, co stanowi problem w odniesieniu do zabezpieczenia pożyczki długoterminowej podlegającej jednorazowej spłacie wraz z opływem terminu zapadalności. Belgia podnosi również, że Komisja sama podkreśliła dobrą sytuację finansową DPH w pkt 148 decyzji o wszczęciu postępowania (podwyższenie kapitału własnego i zwiększenie wyniku finansowego netto). Komisja wyjaśnia, że stwierdzenie to dotyczyło jedynie lat 2003–2006, a nie 2009 r. W sprawozdaniu rocznym Duferco za 2009 r. podkreśla się natomiast drastyczny spadek sprzedaży, prawie o połowę w stosunku do 2008 r., oraz skonsolidowaną stratę wynoszącą około [...] mln USD. W związku z tym Komisja uważa, że nie można uznać tego zabezpieczenia za standardowe, lecz należy je zakwalifikować jako niskie.

(311) W odniesieniu do wierzytelności wynoszącej [...] mln USD Komisja przypomina, że zgodnie z art. 3 umowy pożyczki [spółka, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] musi spłacić pożyczkę w dniu 31 grudnia 2015 r. lub wcześniej w przypadku zmiany kontroli SIF zgodnie z umową z dnia 1 września 2008 r. zawartą między DII a NLMK. W art. 6.1 umowy określono, że w tym ostatnim przypadku [spółka, która

⁽⁴⁷⁾ Załącznik 13 do odpowiedzi Belgii z dnia 4 czerwca 2013 r.

⁽⁴⁸⁾ ArcelorMittal, Nippon Steel&Sumitomo Metal Corporation, Tata Steel Limited, Nucor Corporation, United States Steel Corp., ThyssenKrupp AG, PAO Severstal, NLMK, Kobe Steel Ltd (na podstawie ratingu Standard&Poors).

w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] zobowiązała się do priorytetowego przeznaczenia niezbędnych kwot na spłatę należną z tytułu umowy pożyczki, przed wszelkimi innymi płatnościami lub spłatami jakiegokolwiek rodzaju zadłużenia. Art. 6.2 stanowi również, że [spółka, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] zobowiązuje się do opóźnienia przez DII realizacji jej opcji sprzedaży do dnia 18 grudnia 2012 r. lub do czasu realizacji inwestycji wymienionych w załączniku.

- (312) Komisja wyjaśnia, że wartość zabezpieczenia ocenia się w zależności możliwości jego realizacji. W niniejszym przypadku wierzycelności Duferco nie można uznać za pewną w momencie podpisywania umowy pożyczki, ponieważ DII zobowiązała się nie realizować swojej opcji przed dniem 18 grudnia 2012 r. Do tego dnia, w przypadku niewykonania zobowiązania przez [spółkę, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco], zabezpieczenie to nie ma żadnej wartości. Komisja przyznaje jednak, że w ówczesnej sytuacji wycofanie się Duferco z SIF było wysoce prawdopodobne. Prawdopodobieństwo realizacji tego zabezpieczenia i, de facto, jego jakość wzrastały wraz z upływem czasu, tym bardziej, że Duferco zobowiązała się do priorytetowego wykorzystania wierzycelności, która stawała się pewna, w celu spłaty pożyczki udzielonej przez FSIH. W związku z tym Komisja zgadza się ze stanowiskiem Belgii w odniesieniu do uznania poziomu zabezpieczenia za standardowy.
- (313) W odniesieniu do [spółki, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] Komisja stwierdza, że należy jej przypisać rating kredytowy BB, natomiast przedmiotowym pożyczkom należy przypisać w najlepszym przypadku standardowy poziom zabezpieczeń. Zgodnie z komunikatem w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. marża powinna wynieść 220 punktów bazowych, a więc znacznie powyżej marży na poziomie 75 punktów bazowych przyznanej przez FSIH. SIF uzyskała zatem korzyść gospodarczą na warunkach, które nie są warunkami rynkowymi.
- (314) W drugiej kolejności Komisja stosuje przepisy komunikatu w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. do pożyczki przyznanej SIF.
- (315) Komisja zauważ, że, podobnie jak Duferco, wspólne przedsiębiorstwo SIF nie posiadało publicznego ratingu kredytowego. Z powodu braku ratingu kredytowego lub innych elementów, które mogłyby pozwolić na przybliżone określenie ratingu SIF, Komisja mogła oprzeć się, z zachowaniem ostrożności, jedynie na ratingu kredytowym spółek dominujących.
- (316) Komisja stwierdza również, że spółka dominująca NLMK uzyskała rating BBB- od Standard and Poor's, Ba1 od Moodys i BB+ od Fitch (ratingi kredytowe przedstawione w sprawozdaniu rocznym NLMK z 2009 r.). Zgodnie z komunikatem w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. ratingi te odpowiadają kategorii „zadowalającego ratingu” (BB). Druga spółka dominująca, Duferco, również posiada rating BB na podstawie szacunkowego ratingu przyjętego przez Komisję w motywie 313.
- (317) Ponieważ SIF jest spółką zależną dwóch spółek (NLMK i Duferco) o ratingu BB według szacunków Komisji i biorąc pod uwagę szczególnie trudną sytuację makroekonomiczną w sektorze stali w 2009 r., Komisja uważa, że rating SIF można w sposób uzasadniony i ostrożny określić na poziomie BB.
- (318) Komisja uznaje następnie, że pożyczka została udzielona bez zabezpieczeń. SIF zastrzega, że była zdolna do zapewnienia własnego zabezpieczenia, a nawet zabezpieczeń NLMK i Duferco: „Jeżeli FSIH nie wymagała od niej żadnego zabezpieczenia, to dlatego, że jej ówczesna sytuacja finansowa, przynależność do grup NLMK/Duferco i zabezpieczenie zaoferowane przez NLMK w razie zmiany kontroli mogły wpłynąć na uzyskanie przez FSIH pewności co do zdolności SIF do spłaty pożyczki”⁽⁴⁹⁾. SIF podkreśla swoją dobrą sytuację finansową w 2008 r. Pożyczka przyznana przez FSIH obejmowała jednak okres [7–12] lat i podlegała spłacie w terminie zapadalności. Na podstawie tych dwóch czynników Komisja uważa, że prywatny pożyczkodawca wymagałby wystarczających i proporcjonalnych gwarancji, aby pokryć swoje ryzyko w okresie [7–12] lat, i nie zadowoliliby się jedynie wynikami finansowymi SIF za rok obrotowy 2008, rezygnując z wszelkich zabezpieczeń. Komisja twierdzi zatem, że poziom zabezpieczeń odnoszący się do pożyczki jest niski.
- (319) Na podstawie oszacowanego ratingu kredytowego SIF (BB) i oszacowanego (niskiego) poziomu zabezpieczeń towarzyszących pożyczce FSIH Komisja uważa, że w świetle komunikatu w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r. wymagana była by rentowność na poziomie 400 punktów bazowych. Ten poziom rentowności jest znacznie wyższy od 75 punktów bazowych wynegocjowanych między SIF a FSIH. Ponieważ SIF uzyskała korzyść gospodarczą na warunkach, które nie są warunkami rynkowymi, Komisja stwierdza istnienie pomocy.

⁽⁴⁹⁾ Ust. 28 uwag SIF.

- (320) W świetle powyższego Komisja uznaje, że żaden prywatny pożyczkodawca nie udzieliłby pożyczki w wysokości odpowiednio 100 mln EUR i 75 mln EUR [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] oraz SIF na warunkach przyznanych przez FSIH. FSIH przyznała zatem korzyść dwóm beneficjentom pożyczek, nie postępując jak prywatny pożyczkobiorca, przez co beneficjenci znaleźli się w korzystniejszej sytuacji niż ich konkurenci.

(iii) **Szacunkowa kwota pomocy**

- (321) Kwota pomocy wynika z różnicy między faktycznie zastosowanymi stopami (1,99 %) a stopami, które wynikają z zastosowania komunikatu w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r., wynoszącymi 3,502 % (dwunastomiesięczna stopa Euribor + 220 punktów bazowych) dla [spółki, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] i 4,302 % (dwunastomiesięczna stopa Euribor + 400 punktów bazowych) dla SIF, w odniesieniu do okresu od dnia udzielenia pożyczek do dnia ich przedterminowej spłaty. Umowa pożyczki na rzecz [spółki, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] została podpisana w dniu 4 września 2009 r. na kwotę 30 mln EUR, co do zasady na okres 6 lat, z zastosowaniem rzeczywistej stopy procentowej wynoszącej 2,04 % w momencie wypłaty środków pieniężnych, a następnie jej kwota została zwiększona do 70 mln EUR z zastosowaniem rzeczywistej stopy procentowej wynoszącej 1,99 % w momencie wypłaty środków pieniężnych. Przedterminowa spłata miała miejsce w lipcu 2011 r. Kwota pożyczki przyznanej SIF wynosiła 75 mln EUR i została wypłacona w transzach w wysokości 20 mln EUR (wrzesień 2009 r.) i 55 mln EUR (grudzień 2009 r.) z zastosowaniem rzeczywistej stopy procentowej wynoszącej 1,99 % dla obu transz. Przedterminowa spłata została zrealizowana w transzach obejmujących kwotę główną i odsetki w czerwcu 2011 r., a następnie w 2012 r. i 2013 r.
- (322) Przykładowo na podstawie obliczenia uproszczonej stopy dyskontowej kwota pomocy wynosi około 2,08 mln EUR w przypadku pożyczki udzielonej [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] i 10,41 mln EUR w przypadku pożyczki udzielonej SIF ⁽⁵⁰⁾.

7.1.4.5. **Środek 6**

(i) **Charakter pari passu transakcji**

- (323) Zgodność transakcji z testem prywatnego inwestora zostaje potwierdzona, jeżeli można dowieść, że transakcję tę przeprowadzono na zasadzie *pari passu* między inwestorami publicznym i prywatnym.
- (324) Belgia utrzymuje, że objęcie udziału kapitałowego w przypadku FSIH ma charakter *pari passu* w odniesieniu do objęcia udziału kapitałowego w przypadku DII, ponieważ zainwestowane kwoty są praktycznie identyczne, DLP nie należało do grupy Duferco w momencie przeprowadzania inwestycji FSIH, a celem inwestycji był odkupienie aktywów należących do SIF, a nie do grupy Duferco.
- (325) [...] potwierdza te uwagi i dodaje, że DII nie była w posiadaniu żadnych innych dokumentów finansowych poza tymi, które przedstawiła Belgia, w celu zbadania stosowności inwestycji.
- (326) Komisja uznaje, że podobnie jak DSIH (środek 3), DLP jest jedynie spółką celową wykorzystywaną przez zainteresowane strony, FSIH i DII, aby stworzyć wrażenie, że przejęcie przez Duferco aktywów, które już częściowo do niej należały, ma charakter *pari passu*. DLP zostało bowiem utworzone przez FSIH i DII w marcu 2011 r. jako spółka celowa przeznaczona do przyjęcia belgijskich aktywów Duferco. Aktywa te pochodzą w szczególności z podziału SIF (w której 50 % udziałów posiadała wówczas Duferco) lub są we wspólnym posiadaniu wraz z FSIH za pośrednictwem DSIH.
- (327) Chociaż firmę przykrywkę, jaką jest DLP, utworzono formalnie poza grupą Duferco, Komisja jest zdania, że zbieżność w czasie i następstwo transakcji zbycia udziałów kapitałowych zawieranych między różnymi spółkami zależnymi grupy Duferco w okresie od czerwca do lipca 2011 r. ⁽⁵¹⁾ dowodzą zależności DLP od Duferco od chwili jej utworzenia.
- (328) Co więcej i co ważniejsze, Komisja zauważa, że po zastosowaniu środka objętego postępowaniem wyjaśniającym sytuacja majątkowa grupy Duferco i ryzyko z nią związane praktycznie się nie zmieniają. Duferco posiada bowiem za pośrednictwem DLP (i) 50,3 % aktywów w sektorze hutnictwa żelaza i stali, które wcześniej należały do niej w 50 % za pośrednictwem SIF, oraz (ii) 50,3 % aktywów związanych z dywersyfikacją, które wcześniej

⁽⁵⁰⁾ Oszacowania dokonano poprzez obliczenie odsetek, które byłyby należne przy zastosowaniu stóp określonych w komunikacie w sprawie stóp referencyjnych z 2008 r., oraz odjęcie od nich odsetek oszacowane na podstawie faktycznie zastosowanej stopy procentowej oraz aktualizację uzyskanej kwoty na podstawie stopy dyskontowej określonej we wspomnianym wyżej komunikacie. Obliczenia stopy procentowej i dyskontowej dokonano jednak w sposób przybliżony w odniesieniu do symulowanych terminów (w szczególności do okresu liczonego w latach, zamiast dokładnego dnia spłaty, bez uwzględnienia częściowej spłaty odsetek), które nie uwzględniają tym samym faktycznego profilu finansowego i faktycznego harmonogramu spłat.

⁽⁵¹⁾ Zob. w szczególności motyw 49 decyzji.

należały do niej w 50 % za pośrednictwem DSIH. W przeciwieństwie do sytuacji Duferco sytuacja majątkowa FSIH zmieniła się znacząco po wdrożeniu środka objętego postępowaniem wyjaśniającym. FSIH nabyła bowiem 49,7 % znaczących aktywów w sektorze hutnictwa żelaza i stali, które znajdowały się w La Louvière i w Trebos i z którymi wcześniej nie była powiązana.

- (329) Pod względem zobowiązań finansowych sytuacja ta przekłada się zatem w przypadku grupy Duferco na następujące kwoty:
- kwota [...] mln EUR wypłacona w celu odkupienia niektórych aktywów SIF w sektorze hutnictwa żelaza i stali za pośrednictwem DLP,
 - kwota [...] mln EUR otrzymana z tytułu sprzedaży tych samych aktywów przez SIF, spółki zależnej należącej Duferco w 50 %,
 - kwota [...] mln EUR długu wobec DSIH za pośrednictwem DLP w związku z nabyciem Duferco Diversification,
 - kwota [...] mln EUR wierzytelności wobec DLP za pośrednictwem DSIH w związku ze sprzedażą Duferco Diversification.
- (330) Wynika z tego wkład finansowy netto grupy Duferco w wysokości [...] mln EUR przeznaczony na objęcie przez nią udziału kapitałowego w DLP w wysokości 50,3 %. Suma ta znacznie odbiega od kwoty 99,7 mln EUR ⁽⁵²⁾ wniesionej przez FSIH, aby objąć 49,7 % akcji DLP.
- (331) Uwzględniając te okoliczności, nie można stwierdzić, że inwestycja ta miała charakter *pari passu*.

(ii) Postępowanie FSIH jako inwestora prywatnego

- (332) Komisja przedstawia obecnie przyczyny, które pozwalają jej stwierdzić niezgodność transakcji z testem prywatnego inwestora, niezależnie od braku charakteru *pari passu* transakcji. Mają one związek ze sposobem wyceny przez FSIH objęcia przez nią udziału kapitałowego w DLP.
- (333) Zanim zostaną przedstawione szczegóły, Komisja odrzuca zastrzeżenie sformułowane przez [...]. Według [...] fakt, że FSIH nie miała dostępu do innych dokumentów niż DII (inwestor prywatny) w czasie zaistnienia okoliczności faktycznych, wystarczy do udowodnienia racjonalności inwestycji FSIH.
- (334) Z przyczyn wyraźnie opisanych w motywie 329 analizowana transakcja była pod względem finansowymi prawie zupełnie obojętna dla grupy Duferco. W związku z tym grupa Duferco nie miała żadnej motywacji, aby sporządzać szczegółowe sprawozdania i badania: cena aktywów odkupionych przez DLP miała jedynie niewielki wpływ na jej stan środków finansowych. Inaczej było w przypadku FSIH, która musiała wypłacić 49,7 % ustalonej ceny tych aktywów. W związku z tym to FSIH, a nie Duferco, musiała podjąć wszystkie możliwe działania w celu wyceny tych aktywów zgodnie z ich wartością godziwą. Fakt, że Duferco nie dysponowała innymi dokumentami niż te przedstawione przez Belgię, w żaden sposób nie stanowi dowodu na to, że FSIH postąpiła jak inwestor prywatny.
- (335) W odniesieniu do zawartości tych wycen Komisja przypomina, że należało wycenić cztery składniki: (i) akcji DLLPL; (ii) akcji Duferco Trebos; (iii) zapasów odkupionych od Duferco La Louvière Sales i (iv) projektu uzasadniającego inwestycję w DLLPL w wysokości [30–40] mln EUR.
- (336) Komisja uznaje, że sprawozdanie biura ekspertyz Galtier z maja 2011 r. przekazane przez Belgię nie stanowi przykładu rygorystycznej wyceny w odniesieniu do DLLPL. Sprawozdanie przedstawia tylko jeden szacunek wartości godziwej („fair value”) rzeczowych aktywów trwałych zakładu w La Louvière i nie obejmuje żadnego składnika pasywów ani żadnego biznesplanu.
- (337) Biuro ekspertyz Galtier poinformowało jednak Komisję, za pośrednictwem Belgii, że oparło swoje oszacowania na biznesplanie sporządzonym w należytej formie. Dostarczone przez Belgię ⁽⁵³⁾ streszczenie tego biznesplanu jest krótkim dokumentem, który nie zawiera żadnej daty i nie przedstawia żadnej hipotezy. Komisja nie otrzymała pełnej wersji biznesplanu, o ile taka w ogóle istniała.

⁽⁵²⁾ Komisja odjęła od podwyższenia kapitału o 100 mln EUR wynik netto po stronie FSIH transakcji zbycia Duferco Diversification na rzecz DLP (-0,3 mln EUR).

⁽⁵³⁾ Załącznik 21 do odpowiedzi Belgii na decyzję o wszczęciu postępowania.

- (338) Belgia przywołała ten sam argument dotyczący ceny nabycia akcji Duferco Trebos, a mianowicie odniosła się do dokumentu zatytułowanego „Wartość użytkowa rzeczowych aktywów trwałych oraz aktywów niematerialnych i prawnych Trebos” z maja 2011 r., który stanowi w rzeczywistości zbiór badań i sprawozdań, w skład których wchodzi liczący dwie strony wstępny biznesplan sporządzony przez Duferco⁽⁵⁴⁾. Data powstania tego biznesplanu nie jest określona. Celem sprawozdania z 2011 r. była wycena aktywów pod względem wartości użytkowej i określenie wartości klientów w ramach ogólnej działalności handlowej. Nie przeprowadzono w tym przedsiębiorstwie żadnych kontroli sprawozdań finansowych ani żadnych audytów. Nie przedstawiono żadnego podsumowania wyceny całości spółki Duferco Trebos.
- (339) W odniesieniu do tych dwóch transakcji nabycia Belgia stwierdza ponadto, że „strony nie uznały za konieczne sporządzenia biznesplanu w należytej formie. FSIH знаła bowiem doskonale przedmiot transakcji nabycia”. Komisja uważa natomiast, że taka wiedza przedsiębiorstwa jest pożyteczna, ale niewystarczająca dla inwestora, którego decyzja o podjęciu inwestycji zależy od oczekiwanej przyszłej rentowności.
- (340) W odniesieniu do wyceny zapasów Duferco La Louvière Sales, spółki kontrolowanej przez SIF, Belgia przedstawiła dokument, który jej zdaniem uzasadnia fakt, że wartość rynkowa zapasów jest wyższa od wartości księgowej, która została przyjęta w celu określenia ceny sprzedaży. Komisja ponownie stwierdza, że data powstania tego dokumentu nie jest określona.
- (341) W odniesieniu do inwestycji w DLLPL w wysokości [30–40] mln EUR. Komisja wezwała Belgię w decyzji o wszczęciu postępowania do przedstawienia w całości wszystkich badań i biznesplanów dotyczących tej inwestycji. Belgia potwierdziła, że ostatecznie tylko jeden biznesplan stanowił uzasadnienie inwestycji w wysokości [30–40] mln EUR, podczas gdy pozostałe wspomniane plany stały się bezprzedmiotowe, ponieważ dotyczyły innych, nieprzyjętych projektów. Belgia przedstawiła zatem Komisji jednostronicowy plan nieopatrzonej datą i zawierający tabelę, która przedstawiała wartości EBITDA do 2016 r., bez żadnego wyjaśnienia lub hipotezy uzasadniającej przedstawiane liczby.
- (342) Zdaniem Komisji, wystarczający charakter tego dokumentu nie może zostać zrekomensowany przez inne dokumenty, na które przywołuje się Belgia. Dokument zatytułowany „Projekt na przyszłość dla hutnictwa żelaza i stali w La Louvière”, datowany na luty 2011 r., szczegółowo opisuje strategię utrwalenia działalności w zakresie wyrobów długich i wyrobów płaskich. Jedna strona tego dokumentu poświęcona jest zmianom, jakie zaszły w DLLPL w ciągu 5 ostatnich lat. Dokument zatytułowany „Plan marketingowy w zakresie produktów długich na lata 2011–2013” ogranicza się do badania odnośnego sektora.
- (343) Z powyższego wynika, że inwestycja FSIH nie może zostać uznana za zgodną z testem prywatnego inwestora. Komisja stwierdza, że DLP pozwoliło FSIH na ponowne wsparcie działalności w zakresie hutnictwa żelaza i stali w Walonii, bez uzasadnienia tego środka analizą gospodarczą zgodną z testem prywatnego inwestora.

(iii) **Szacunkowa kwota pomocy**

- (344) Z powyższego wynika, że inwestycja FSIH nie może zostać uznana za zgodną z zasadą *pari passu* ani z testem prywatnego inwestora. Kwota pomocy otrzymana przez DLP jest więc równa kwocie podwyższenia kapitału, tj. kwocie 100 mln EUR.

7.1.4.6. **Ogólny wniosek dotyczący kryterium korzyści gospodarczej**

- (345) Po przeanalizowaniu każdego środka indywidualnie Komisja uznała za konieczne przeprowadzenie ogólniejszej analizy strategii inwestycyjnej FSIH od czasu jej utworzenia. Komisja uważa bowiem, że środki te są ze sobą nierozzerwalnie powiązane i służą realizacji jednego celu: wspieraniu i trwałemu utrzymaniu działalności grupy Duferco w Walonii przy pomocy inwestycji pośrednich w zagranicznych spółkach zależnych grupy w celu obejścia zasady zakazu stosowania pomocy na rzecz sektora hutnictwa żelaza i stali w Unii. Beneficjentami interwencji FSIH były bowiem spółka dominująca Duferco lub spółki zależne grupy, mające siedziby w Stanach Zjednoczonych (środek 1), [...] (środek 2), w Irlandii (środek 3), [...] (środek 4) i [...] (środki 5 i 6), a celem tych interwencji było finansowanie projektów realizowanych w Walonii, w walońskich spółkach zależnych grupy prowadzących działalność w sektorze hutnictwa żelaza i stali, a następnie w sektorze oczyszczania terenów zakładów, kiedy grupa stopniowo wygaszała swoją działalność w sektorze hutnictwa i stali w Walonii.

⁽⁵⁴⁾ Załącznik 23 do odpowiedzi Belgii na decyzję o wszczęciu postępowania.

- (346) Analiza ta jest uzasadniona tym, że pewne fakty zaistniały jednocześnie lub w niewielkim odstępie czasowym.
- (347) Dufenco rozpoczęła bowiem działalność w Belgii w 1997 r., przejmując znajdujące się w bardzo trudnej sytuacji finansowej zakłady metalurgiczne Clabecq przy wsparciu regionu Walonii i za zgodą Komisji (poprzez objęcie udziału kapitałowego w wysokości 8,75 mln EUR i pożyczkę w wysokości 13,75 mln EUR) ⁽⁵⁵⁾. Komisja zwraca uwagę na fakt, że przejęcie nastąpiło po negatywnej decyzji Komisji dotyczącej zakładów metalurgicznych w Clabecq ⁽⁵⁶⁾: próba ratowania przez państwo belgijskie tych samych zakładów metalurgicznych została uznana za niezgodną ze wspólnym rynkiem w grudniu 1996 r. W związku z tym w styczniu 1997 r. ogłoszono zatem upadłość przedsiębiorstwa.
- (348) Następnie grupa Dufenco przeprowadziła kolejno szereg przejęć walońskich zakładów hutnictwa żelaza i stali, w każdym przypadku ze wsparciem finansowym regionu Walonii za pośrednictwem SOGEPA, a od 2003 r. za pośrednictwem FSIH. W 1999 r. Dufenco odkupiła od Hoogovens fabryki Gustave Boël w La Louvière również przy wsparciu regionu Walonii (poprzez zamianę wierzytelności w wysokości 12,5 mln EUR na 25 % udziałów w kapitale własnym i pożyczka w wysokości 25,3 mln EUR) ⁽⁵⁷⁾. Następnie, po ogłoszeniu przez prezesa grupy Usinor-Sacilor w lutym 2001 r. zamiaru zakończenia działalności gorącej nitki spółki Cockerill Sambre w Charleroi, rozpoczęły się dyskusje pomiędzy Usinor-Cockerill Sambre, Grupą Dufenco i SOGEPA mające głównie na celu utworzenie wspólnej spółki produkującej kęsiska płaskie, której oprzyrządowanie przemysłowe składałoby się z obecnych urządzeń spółki Cockerill Sambre w Charleroi, uzupełnionych o wyposażenie pochodzące z Dufenco Clabecq. W 2002 r. Dufenco przejęła zatem przedsiębiorstwo obróbki cieplnej metali w Charleroi, które zmieniło nazwę na Carsid, we współpracy z Usinor i ponownie przy wsparciu regionu Walonii (poprzez udział kapitałowy SOGEPA w Carsid w wysokości 20 mln EUR obniżony do 9 mln EUR w odpowiedzi na decyzję o wszczęciu postępowania w ramach postępowania określonego w art. 6 ust. 5 decyzji nr 2496/96/EWWiS).
- (349) Komisja stwierdza, że FSIH została utworzona w marcu 2003 r., a więc w trakcie przeprowadzanego przez Komisję badania w następstwie przyjęcia decyzji o wszczęciu formalnego postępowania wyjaśniającego z dnia 3 kwietnia 2002 r. dotyczącej udziału finansowego regionu Walonii w przedsiębiorstwie Carsid. Postępowanie to zakończyło się w dniu 15 października 2003 r. ⁽⁵⁸⁾ przyjęciem przez Komisję decyzji negatywnej z uzasadnieniem, że nie można traktować na równi inwestycji w nową spółkę, w przypadku gdy jedynie akcjonariusz publiczny ponosi nowe ryzyko, zaś akcjonariusz prywatny przenosi jedynie daną działalność lub istniejący projekt do nowej spółki. Komisja stwierdza zatem, że interwencje regionu Walonii na rzecz Dufenco wielokrotnie pozwoliły na odroczenie trudnych społecznie, ale koniecznych ze względów gospodarczych dostosowań w sektorze hutnictwa żelaza i stali w Walonii. Takie postępowanie, umotywowane względami regionalnymi i społecznymi oraz ochroną zatrudnienia ze szkodą dla racjonalizacji i modernizacji przemysłu hutnictwa żelaza i stali, nie może zostać uznane za zgodne z testem prywatnego inwestora.
- (350) Ponadto Komisja stwierdza, że postępowanie FSIH w zakresie realizacji inwestycji nie odpowiada postępowaniu inwestora prywatnego. W niniejszym przypadku postępowanie FSIH należy porównać z postępowaniem, jakie charakteryzowałoby organ zarządzający funduszami inwestycyjnymi. W ogólnym ujęciu wątpliwe jest, aby inwestor prywatny prowadził politykę podobną do polityki inwestycyjnej FSIH, taką, jaka ukazała się w ramach niniejszego postępowania. Niespekulacyjny fundusz inwestycyjny w celu zapewnienia swojej trwałości musi dywersyfikować czynniki ryzyka w swoim portfelu inwestycyjnym. Uwzględniając oczekiwane wyniki i poziom rentowności, dywersyfikacja aktywów w portfelu pod względem geograficznym i sektorowym redukuje zmienność aktywów, a więc zmniejsza ryzyko związane z inwestycjami portfelowymi w ujęciu ogólnym. Taka dywersyfikacja nie musi być bardzo szeroko zakrojona, ale w niniejszej sprawie FSIH skoncentrowała wszystkie swoje inwestycje w jednej spółce.
- (351) Biorąc pod uwagę, że FSIH inwestowała wyłącznie w grupie Dufenco, jej ekspozycja była maksymalna, ponieważ zwrot z inwestycji dla FSIH zależał od powodzenia lub porażki jednego przedsiębiorstwa. Wynika z tego, że w ujęciu ogólnym postępowanie FSIH w zakresie realizacji inwestycji stanowi kolejny czynnik wskazujący na niezgodność transakcji FSIH z testem prywatnego inwestora.
- (352) W świetle powyższego Komisja stwierdza, że wszystkie analizowane środki są niezgodne z testem prywatnego inwestora. W każdym przypadku warunki interwencji zapewniały korzyść różnym podmiotom należącym do grupy Dufenco. Interwencje te stanowią zatem pomoc w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.
- (353) W związku z powyższym całkowita kwota pomocy wynosi zasadniczo 211,43 mln EUR.

⁽⁵⁵⁾ Decyzja Komisji z dnia 25 listopada 1997 r. w sprawie N 680/97, Belgia – Udział finansowy regionu Walonii w przedsiębiorstwie „Dufenco Belgique SA”.

⁽⁵⁶⁾ Decyzja Komisji z dnia 18 grudnia 1996 r. w sprawie 97/271/EWWiS, Belgia – Forges de Clabecq (stal EWWiS).

⁽⁵⁷⁾ Decyzja Komisji z dnia 26 maja 1999 r. w sprawie N246/99, Belgia – Udział finansowy belgijskich władz publicznych na rzecz przedsiębiorstwa HUGB (stal EWWiS).

⁽⁵⁸⁾ Decyzja 2005/137/WE.

8. ZGODNOŚĆ POMOCY Z RYNKIEM WEWNĘTRZNYM

- (354) Zakaz udzielania pomocy państwa nie jest ani bezwzględny, ani bezwarunkowy. W szczególności art. 107 ust. 2 i 3 TFUE stanowią podstawy prawne pozwalające na uznanie niektórych kategorii pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym.
- (355) W odpowiedzi na decyzję o wszczęciu postępowania Belgia nie przywołała żadnego powodu związanego ze zgodnością środków objętych postępowaniem wyjaśniającym.
- (356) Komisja zauważa, że postanowienia art. 107 ust. 2 TFUE najwyraźniej nie mają zastosowania w niniejszym przypadku. Wśród postanowień art. 107 ust. 3 TFUE tylko lit. a) i c) mogą mieć zastosowanie. Art. 107 ust. 3 lit. a) stanowi, że pomoc przeznaczona na sprzyjanie rozwojowi gospodarcemu regionów, w których poziom życia jest nienormalnie niski lub regionów, w których istnieje poważny stan niedostatecznego zatrudnienia może być uznana za zgodną z rynkiem wewnętrznym. Art. 107 ust. 3 lit. c) stanowi natomiast, że pomoc przeznaczona na ułatwianie rozwoju niektórych działań gospodarczych lub niektórych regionów gospodarczych, o ile nie zmienia warunków wymiany handlowej w zakresie sprzecznym ze wspólnym interesem, również może zostać uznana za zgodną z rynkiem wewnętrznym.
- (357) Nie wydaje się jednak, aby jakikolwiek ramowy akt prawny ani jakiegokolwiek wytyczne Komisji dotyczące kryteriów zgodności w dziedzinie pomocy państwa miały zastosowanie w niniejszej sprawie.
- (358) Od wygaśnięcia traktatu EWWiS w dniu 23 lipca 2002 r. Komisja przyjęła bowiem różne wytyczne i komunikaty w celu utrzymania zakazu przyznawania regionalnej pomocy inwestycyjnej, pomocy na ratowanie i pomocy na restrukturyzację na rzecz przemysłu hutnictwa żelaza i stali.
- (359) W wytycznych w sprawie krajowej pomocy regionalnej na lata 2007–2013 ⁽⁵⁹⁾, a więc na okres w którym FSIH przyznała analizowaną pomoc, wyraźnie określono w pkt 8, że pomoc regionalna na rzecz hutnictwa żelaza i stali znajduje się poza zakresem ich stosowania i potwierdzono, że taka pomoc jest niezgodna ze wspólnym rynkiem.
- (360) Podobnie obowiązujący do dnia 31 grudnia 2009 r. komunikat w sprawie pomocy na rzecz przemysłu hutnictwa żelaza i stali ⁽⁶⁰⁾ wskazuje, że pomoc na ratowanie i na restrukturyzację przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji w sektorze hutnictwa żelaza i stali jest niezgodna ze wspólnym rynkiem. Dopuszczalna pod pewnymi warunkami jest jedynie pomoc przeznaczona na pokrycie świadczeń dla pracowników przedsiębiorstw sektora hutnictwa żelaza i stali, którzy zostali zwolnieni lub przeszli na wcześniejszą emeryturę, oraz pomoc na rzecz przedsiębiorstw, które definitywnie kończą działalność w sektorze hutnictwa żelaza i stali. Cel pomocy przyznanej przez FSIH nie odpowiada powyższym dwóm kategoriom pomocy. Przeciwnie, pomoc ta została wykorzystana w celu sfinansowania inwestycji.
- (361) W odniesieniu do ewentualnej zgodności pomocy przyznanej SIF w świetle komunikatu z 2009 r. Komisja jest zdania, że komunikat ten nie ma zastosowania do SIF. Pkt 4.4.2 komunikatu z 2009 r. dotyczy bowiem przedsiębiorstw, które mają trudności z uzyskaniem finansowania w sytuacji istniejącej na rynku w okresie od grudnia 2008 r. do grudnia 2010 r. Tymczasem z uwag SIF nie wynika, aby spółka ta doświadczyła tego rodzaju trudności. W związku z tym Komisja stwierdza, że SIF nie spełniła warunków kwalifikowalności przewidzianych w komunikacie z 2009 r. i że pomoc nie może zostać uznana za zgodną z rynkiem wewnętrznym.
- (362) Ponadto w pkt 18 wytycznych wspólnotowych dotyczących pomocy państwa w celu ratowania i restrukturyzacji zagrożonych przedsiębiorstw ⁽⁶¹⁾, które obowiązywały do dnia 30 lipca 2014 r., potwierdzono, że hutnictwo żelaza i stali leży poza zakresem ich stosowania.
- (363) W świetle powyższego Komisja stwierdza niezgodność sześciu środków pomocy objętych postępowaniem wyjaśniającym z rynkiem wewnętrznym.

9. ODZYSKIWANIE POMOCY NIEZGODNEJ Z RYNKIEM WEWNĘTRZNYM

- (364) Zgodnie z postanowieniami TFUE i utrwalonym orzecznictwem Trybunału Komisja jest uprawniona do podjęcia decyzji nakazującej zainteresowanemu państwu członkowskiemu zniesienie lub zmianę pomocy w przypadku stwierdzenia jej niezgodności z rynkiem wewnętrznym ⁽⁶²⁾. Z utrwalonego orzecznictwa Trybunału wynika również, że nałożenie na państwo członkowskie decyzją Komisji obowiązku zniesienia pomocy niezgodnej z rynkiem wewnętrznym służy przywróceniu stanu pierwotnego ⁽⁶³⁾.

⁽⁵⁹⁾ Dz.U. C 54 z 4.3.2006, s. 13;

⁽⁶⁰⁾ Dz.U. C 70 z 19.3.2002, s. 21.

⁽⁶¹⁾ Dz.U. C 244 z 1.10.2004, s. 2.

⁽⁶²⁾ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 12 lipca 1973 r. w sprawie C-70/72 Komisja przeciwko Niemcom, ECLI:EU:C:1973:87, pkt 13.

⁽⁶³⁾ Wyrok Trybunału z dnia 14 września 1994 r. w sprawach C-278/92, C-279/92 i C-280/92 Hiszpania przeciwko Komisji, ECLI:EU:C:1994:325, pkt 75.

- (365) W tym kontekście Trybunał ustalił, że cel ten uznaje się za osiągnięty, jeżeli beneficjent dokonał zwrotu kwot przyznanych w ramach pomocy niezgodnej z prawem, a zatem utracił korzyść uzyskaną na rynku względem konkurentów, i jeżeli przywrócono sytuację sprzed wypłaty pomocy ⁽⁶⁴⁾.
- (366) Art. 16 ust. 1 rozporządzenia Rady (UE) 2015/1589 ⁽⁶⁵⁾ stanowi: „W przypadku gdy podjęte zostały decyzje negatywne w sprawach pomocy niezgodnej z prawem, Komisja podejmuje decyzję, że zainteresowane państwo członkowskie podejmie wszelkie konieczne środki w celu windykacji pomocy od beneficjenta [...]”.
- (367) W związku z tym, biorąc pod uwagę, że przedmiotowe środki wdrożono z naruszeniem art. 108 TFUE i że należy je uznać za pomoc niezgodną z prawem i niezgodną z rynkiem wewnętrznym, środki te należy odzyskać w celu przywrócenia sytuacji, jaka istniała na rynku przed ich przyznaniem.
- (368) W niniejszym przypadku pomoc została przyznana na rzecz następujących przedsiębiorstw: DII (środek 1), [spółka, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH] (środek 2), DSIH (środek 3), [spółka, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] – przekształcona w [...] – (środek 4), SIF (środek 5) i DLP (środek 6), z których wszystkie są spółkami zależnymi Duferco mającymi siedziby w różnych państwach. Przedsiębiorstwa te lub ich ewentualni następcy prawni mają obowiązek zwrócenia niesłusznie otrzymanej pomocy.
- (369) Odzyskanie pomocy powinno ponadto dotyczyć okresu, w którym korzyść została przyznana beneficjentom, tj. okresu od dnia przekazania pomocy do dyspozycji każdego beneficjenta do dnia jej faktycznego odzyskania z uwzględnieniem kryteriów zawartych w definicji korzyści gospodarczej i zasad obliczania określonych w sekcjach 7.1.4.1–7.1.4.5. Przy wykonywaniu obowiązku lojalnej współpracy spoczywającego na Belgii w odniesieniu do procedury odzyskiwania pomocy, kwota pomocy przyznanej [spółce, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] – przekształconej w [...] – i SIF powinna przede wszystkim zostać określona w bardziej szczegółowy sposób podczas wdrażania tej procedury, na podstawie elementów, jakie zapewni Belgia i przy uwzględnieniu, szczególnie w zakresie pomocy w formie pożyczek, faktycznych dat przekazania środków lub spłaty oraz wszystkich innych istotnych okoliczności, które przedstawi Belgia. We wszystkich przypadkach kwoty podlegające odzyskaniu obejmują odsetki należne do dnia faktycznego zwrotu pomocy.

10. WNIOSEK

- (370) Komisja stwierdza, że Belgia przyznała przedmiotowe środki pomocy niezgodnie z prawem i z naruszeniem art. 108 ust. 3 TFUE. Komisja uważa, że wszystkie środki objęte postępowaniem wyjaśniającym stanowią pomoc państwa niezgodną z rynkiem wewnętrznym,

PRZYJMUJE NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

Artykuł 1

Poniższe środki, które zostały w sposób niezgodny z prawem i z naruszeniem art. 108 ust. 3 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej przyznane przez Belgię, stanowią pomoc państwa niezgodną z rynkiem wewnętrznym:

- a) sprzedaż udziału kapitałowego w Duferco US Investment Corporation na rzecz Duferco Industrial Investment za kwotę 11 581 700 EUR;
- b) sprzedaż udziału kapitałowego w Duferco Participations Holding Limited na rzecz [spółki, która w odnośnym okresie kontrolowała DPH] za kwotę 20 362 464 EUR;
- c) objęcie udziału kapitałowego w Duferco Salvage Investments Holding z korzyścią dla tej spółki za kwotę [65–72 mln] EUR;
- d) pożyczka na rzecz [spółki, która w odnośnym okresie stała na czele grupy Duferco] w wysokości 2 082 723 EUR kwoty głównej z zastosowaniem stopy procentowej poniżej 3,502 %;
- e) pożyczka na rzecz Steel Invest & Finance w wysokości 10 413 639 EUR kwoty głównej z zastosowaniem stopy procentowej poniżej 4,302 %;
- f) objęcie udziału kapitałowego w Duferco Salvage Investments Holding z korzyścią dla tej spółki za kwotę 100 000 000 EUR.

⁽⁶⁴⁾ Wyrok Trybunału z dnia 17 czerwca 1999 r. w sprawie C-75/97 Belgia przeciwko Komisji, ECLI:EU:C:1999:311, pkt 64 i 65.

⁽⁶⁵⁾ Rozporządzenie Rady (UE) 2015/1589 z dnia 13 lipca 2015 r. ustanawiające szczegółowe zasady stosowania art. 108 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U. L 248 z 24.9.2015, s. 9).

Artykuł 2

1. Belgia odzyskuje od beneficjentów bezpośrednich lub ich następców prawnych pomoc państwa przyznaną niezgodnie z rynkiem wewnętrznym, o której mowa w art. 1.
2. Do kwot podlegających zwrotowi dolicza się odsetki za cały okres poczynszy od dnia, w którym pomoc została przekazana do dyspozycji beneficjentów, do dnia jej faktycznego odzyskania.
3. Odsetki nalicza się narastająco zgodnie z przepisami rozdziału V rozporządzenia Komisji (WE) nr 794/2004 ⁽⁶⁶⁾.

Artykuł 3

1. Odzyskanie pomocy, o której mowa w art. 1, odbywa się w sposób bezzwłoczny i skuteczny.
2. Belgia zapewnia wykonanie niniejszej decyzji w terminie czterech miesięcy od daty jej notyfikacji.

Artykuł 4

1. W terminie dwóch miesięcy od daty notyfikacji niniejszej decyzji Belgia przekazuje Komisji następujące informacje:
 - a) łączną kwotę (kwota główna i odsetki od zwracanej pomocy) do odzyskania od każdego beneficjenta;
 - b) szczegółowy opis środków już podjętych oraz środków planowanych w celu wykonania niniejszej decyzji;
 - c) dokumenty potwierdzające, że beneficjentom nakazano zwrot pomocy.
2. Do momentu całkowitego odzyskania pomocy, o której mowa w art. 1, Belgia na bieżąco informuje Komisję o kolejnych środkach podejmowanych na szczeblu krajowym w celu wykonania niniejszej decyzji. Na wniosek Komisji Belgia bezzwłocznie przedstawia informacje o środkach już podjętych oraz środkach planowanych w celu wykonania niniejszej decyzji. Belgia dostarcza również szczegółowe informacje o kwocie pomocy oraz odsetkach już odzyskanych od beneficjentów.

Artykuł 5

Niniejsza decyzja skierowana jest do Królestwa Belgii.

Sporządzono w Brukseli dnia 20 stycznia 2016 r.

W imieniu Komisji
Margrethe VESTAGER
Członek Komisji

⁽⁶⁶⁾ Rozporządzenie Komisji (WE) nr 794/2004 z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie wykonania rozporządzenia Rady (WE) nr 659/1999 ustanawiającego szczegółowe zasady stosowania art. 93 Traktatu WE, Dz.U. L 140 z 30.4.2004, s. 1.