

## II

(Akty o charakterze nieustawodawczym)

## DECYZJE

## DECYZJA KOMISJI

z dnia 20 kwietnia 2011 r.

w sprawie domniemanej pomocy na rzecz przedsiębiorstwa Trèves nr C 4/10 (ex NN 64/09)  
wdrożonej przez Republikę Francuską

(notyfikowana jako dokument nr C(2011) 2585)

(Jedynie tekst w języku francuskim jest autentyczny)

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

(2011/676/UE)

KOMISJA EUROPEJSKA,

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

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

po wezwaniu zainteresowanych stron do przedstawienia  
uwag<sup>(1)</sup> zgodnie z przywołanymi artykułami i uwzględniając  
otrzymane odpowiedzi,

a także mając na uwadze, co następuje:

## I. PROCEDURA

- (1) Z różnych artykułów prasowych opublikowanych wiosną 2009 r. Komisja dowiedziała się, że przedsiębiorstwo Trèves skorzystało z inwestycji w kwocie 55 mln EUR z Fonds de Modernisation des Equipementiers Automobiles (Funduszu na rzecz Modernizacji Dostawców Części Samochodowych, zwanego dalej „FMEA”). Pismami z dnia 5 maja 2009 r., z dnia 11 czerwca 2009 r., z dnia 10 lipca 2009 r. i z dnia 4 listopada 2009 r. Komisja skierowała do władz francuskich wezwania do udzielenia informacji w tym względzie. Władze francuskie odpowiedziały na te wezwania pismami (lub pocztą elektroniczną) z dnia 5 czerwca 2009 r., z dnia 23 czerwca 2009 r., z dnia 18 sierpnia 2009 r., z dnia 18 listopada 2009 r. i z dnia 23 grudnia 2009 r.
- (2) Ponadto dnia 8 stycznia 2010 r. na wniosek władz francuskich w pomieszczeniach Komisji odbyło się spotkanie.

W wyniku tego spotkania władze francuskie udzieliły dodatkowych informacji pocztą elektroniczną z dnia 15 stycznia 2010 r.

- (3) Pismem z dnia 29 stycznia 2010 r. Komisja poinformowała Francję o swojej decyzji o wszczęciu postępowania przewidzianego w art. 108 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (zwanego dalej „TFUE”) w odniesieniu do inwestycji FMEA, a także w odniesieniu do planu zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne (zwanego również „planem spłaty”) przyznanego przedsiębiorstwu Trèves przez administrację francuską. Francja przekazała swoje uwagi w odniesieniu do wszczęcia formalnego postępowania wyjaśniającego w dniu 25 marca 2010 r.
- (4) Decyzję Komisji o wszczęciu postępowania opublikowano w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*<sup>(2)</sup>. Komisja wezwała zainteresowane strony do przedstawienia uwag dotyczących przedmiotowego środka.
- (5) Komisja otrzymała uwagi w tej sprawie od następujących zainteresowanych stron: Republiki Włoskiej, przedsiębiorstwa Trèves, grupy PSA Peugeot Citroën, grupy Renault, konkurenta Trèves, który zwrócił się o zachowanie jego anonimowości, i FMEA<sup>(3)</sup>. Komisja przekazała te uwagi Francji, umożliwiając jej odniesienie się do nich, a następnie otrzymała jej odpowiedź w piśmie z dnia 5 października 2010 r. W dniu 18 listopada 2010 r. odbyło się również spotkanie z władzami francuskimi. Ponadto Komisji przekazano dodatkowe informacje pocztą elektroniczną z dnia 21 grudnia 2010 r. i z dnia 22 lutego 2011 r.

<sup>(1)</sup> Dz.U. C 133 z 22.5.2010, s. 12.

<sup>(2)</sup> Zob. przypis 1.

<sup>(3)</sup> Uwagi zainteresowanych stron streszczono w sekcji III.

## II. OPIS ŚRODKÓW OBJĘTYCH POSTĘPOWANIEM WYJAŚNIAJĄCYM

- (6) Przed przystąpieniem do opisu środków objętych postępowaniem wyjaśniającym należy przedstawić Fonds Stratégique d'Investissement (Strategiczny Fundusz Inwestycyjny, zwany dalej „FSI”), FMEA, CDC Entreprises, spółkę zarządzającą FMEA (pkt II.1), a także przedsiębiorstwo Trèves oraz środki podjęte w odniesieniu do tego przedsiębiorstwa (pkt II.2 poniżej). Następnie zostaną przedstawione powody, które doprowadziły do wszczęcia formalnego postępowania wyjaśniającego w odniesieniu do inwestycji FMEA i planu zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne (pkt II.3 poniżej).

### II.1. FSI, FMEA, CDC Entreprises

- (7) W związku z kryzysem, który rozpoczął się w 2008 r., Francja utworzyła Fonds Stratégique d'Investissement (zwany dalej „FSI”) służący wspieraniu jej gospodarki. Niewiele później FSI, we współpracy z grupą PSA Peugeot Citroën (zwaną dalej „PSA”) i grupą Renault (zwaną dalej „Renault”), utworzył FMEA. O ile FSI ma na celu interweniowanie w przypadku każdego rodzaju przedsiębiorstwa niezależnie od danego sektora gospodarki, FMEA podejmuje interwencję jedynie na rzecz dostawców wyposażenia z sektora motoryzacyjnego.

#### FSI

- (8) Fonds Stratégique d'Investissement jest funduszem posiadającym środki w wysokości 20 mld EUR, utworzonym przez rząd francuski w grudniu 2008 r. w celu zaspokojenia potrzeb w zakresie pokrycia kapitału własnego przedsiębiorstw uznawanych za wspierające wzrost i konkurencyjność gospodarki francuskiej. Według osób zarządzających wyższego szczebla z FSI fundusz ten inwestuje jedynie w przedsiębiorstwa, które muszą charakteryzować się dobrymi perspektywami wzrostu i konkurencyjności dla gospodarki francuskiej.
- (9) FSI należy w 49 % do rządu francuskiego i w 51 % do Caisse des Dépôts et Consignation (kasy depozytowej, zwanej dalej „CDC”). CDC i „jej spółki zależne stanowią grupę publiczną działającą w służbie interesu ogólnego i rozwoju gospodarczego” Francji<sup>(4)</sup>, a osoby zarządzające wyższego szczebla w CDC mianuje się w drodze dekretu.
- (10) Prezesem zarządu FSI jest dyrektor generalny CDC, a oprócz prezesa w skład zarządu wchodzi sześciu dyrektorów wykonawczych, z których jeden reprezentuje CDC, dwóch reprezentuje państwo (dyrektor generalny ds. udziałów państwa i dyrektor generalny ds. przedsiębiorstw), a trzech reprezentuje interesy przedsiębiorstw (osoby zarządzające wyższego szczebla z przedsiębiorstw SCOR, Essilor i Artémis).

#### FMEA

- (11) FMEA jest funduszem wspólnego inwestowania w kapitał podwyższonego ryzyka, którego zadaniem jest sprzyjanie powstawaniu konkurencyjnych dostawców wyposażenia

samochodowego mogących zaoferować swoim klientom zdolności w zakresie badań i rozwoju oraz rozwijania wzmocnionego monitorowania sytuacji międzynarodowej. Fundusz realizuje inwestycje na maksymalną kwotę 60 mln EUR, z wyłączną korzyścią dla uczestników, samodzielnie lub wraz z innymi inwestorami prywatnymi lub z innymi funduszami.

- (12) Utworzenie FMEA (dnia 25 marca 2009 r.) wpisuje się w ramy planu wsparcia przemysłu motoryzacyjnego ogłoszonego przez prezydenta Republiki Francuskiej dnia 4 grudnia 2008 r. FMEA posiada środki w wysokości 600 mln EUR pochodzące z FSI (200 mln EUR) oraz od przedsiębiorstw PSA (200 mln EUR) i Renault (200 mln EUR).
- (13) Zarządzanie FMEA zapewnia CDC Entreprises, spółka zależna CDC. Decyzje dotyczące inwestycji podejmuje zatem CDC Entreprises.
- (14) FMEA posiada komitet selekcyjny i komitet inwestycyjny odpowiedzialne za przygotowywanie dokumentacji przed realizacją inwestycji przez spółkę zarządzającą CDC Entreprises. We wspomnianych komitetach reprezentowani są na zasadzie parytetu wszyscy trzej inwestorzy: PSA, Renault i FSI.
- (15) Zgodnie z rozporządzeniem organicznym FMEA spółka zarządzająca ma obowiązek zasięgnąć opinii komitetu selekcyjnego w sprawie strategicznego charakteru projektów inwestycyjnych. Jego opinie doradcze nie są wiążące dla spółki zarządzającej. Przyjmuje się je większością dwóch trzecich głosów.
- (16) Zasięgnięcie opinii komitetu inwestycyjnego jest obowiązkowe przed każdą dokonaną inwestycją lub dezinwestycją lub w przypadku każdego odstępstwa od kryteriów i zasad polityki inwestycyjnej. W przypadku gdy komitet wypowiada się na temat projektu inwestycji lub dezinwestycji, jego opinie przyjmowane są również większością dwóch trzecich głosów i nie są wiążące dla spółki zarządzającej. W przypadku gdy jeden z trzech inwestorów głosi przeciw, wydaną opinię uważa się jednak za opinię negatywną. W takim przypadku projekt inwestycji lub dezinwestycji odsyła się do komitetu selekcyjnego.

#### CDC Entreprises

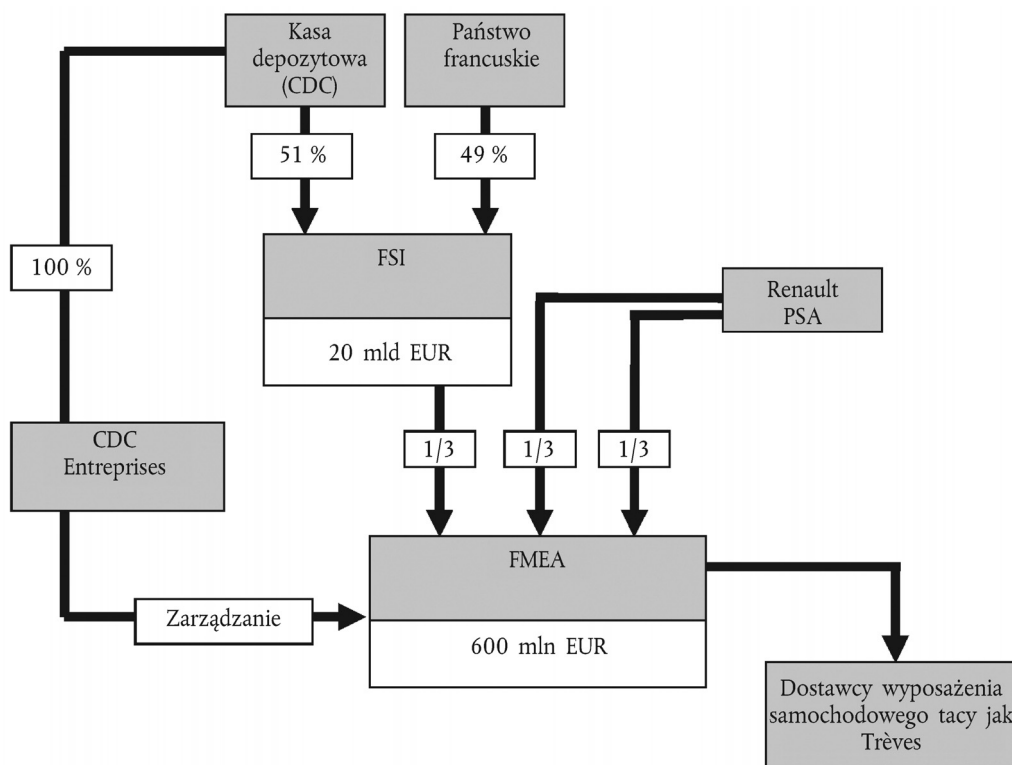
- (17) CDC Entreprises jest ważnym uczestnikiem rynku kapitału podwyższonego ryzyka we Francji. Ma obowiązek przestrzegać ogółu zasad określonych przez Autorité des Marchés Financiers (urząd ds. rynków finansowych) w zakresie zarządzania w imieniu osób trzecich, w szczególności zasad dotyczących niezależności w odniesieniu do wyboru inwestycji i unikania konfliktów interesów. CDC Entreprises zarządza między innymi inwestycjami FSI w MŚP nienotowane na giełdzie, a także inwestycjami przeprowadzanymi w imieniu CDC i innych inwestorów.

<sup>(4)</sup> Artykuł L518-2 francuskiego kodeksu monetarnego i finansowego.

- (18) CDC Entreprises jest spółką zależną CDC, w której ta ostatnia posiada 100 % udziałów. Prezes i dyrektor generalny CDC Entreprises są mianowani przez jej zarząd, który z kolei mianowany jest przez CDC.
- (19) CDC Entreprises zawarła z FSI umowę o pomocy i o doradztwie, zgodnie z którą specjalny zespół z FSI pomaga CDC Entreprises we wstępnej selekcji projektów inwestycyjnych (studia wykonalności i ocena ryzyka, analiza tych interwencji i pomoc w ich realizacji) i w monitorowaniu zrealizowanych inwestycji.
- (20) Ze względu na organizację i funkcjonowanie komitetów FMEA CDC Entreprises jest jako jedyna upoważniona do zaciągania zobowiązań z FMEA. Decyzje komitetów nie są wiążące dla spółki zarządzającej (z wyjątkiem odstępstw od kryteriów i zasad polityki inwestycyjnej oraz kryteriów i zasad zarządzania konfliktami interesów, tj. sytuacji, które nie mają znaczenia w niniejszej sprawie). Władze francuskie stwierdziły, że do chwili obecnej CDC Entreprises nigdy nie uznała za wskazane ustosunkować się do inwestycji w sposób przeciwny niż komitety.
- (21) Wykres nr 1 poniżej przedstawia podsumowanie powiązań między państwem francuskim, CDC, CDC Entreprises, FSI, FMEA, PSA i Renault.

Wykres nr 1

## Powiązania między państwem francuskim, CDC, CDC Entreprises, FSI, FMEA, PSA i Renault



## II.2. Przedsiębiorstwo Trèves i środki podjęte w odniesieniu do tego przedsiębiorstwa

- (22) Trèves jest przedsiębiorstwem specjalizującym się w częściach składowych wnętrza pojazdów samochodowych. Przed wdrożeniem planu restrukturyzacji, który jest w trakcie realizacji (plan restrukturyzacji dotyczy 1 300 osób), Trèves zatrudniało około 6 500 osób. Jego działalność koncentruje się wokół trzech grup produktów: produkty akustyczne<sup>(5)</sup>, siedzenia i ich części składowe oraz produkty tekstylne. Przedsiębiorstwo posiadało 9 fabryk (do chwili obecnej 2 zamknięto) i jest zlokalizowane w 14 krajach (w tym w Hiszpanii, Zjednoczonym Królestwie, Portugalii, Słowenii i Republice Czeskiej). Trèves realizuje 40 % swoich obrotów we Francji. Wśród jej głównych klientów znajdują się Renault, Peugeot SA, Volkswagen, Nissan i Toyota.

<sup>(5)</sup> Kabina i akustyka, pokrycia podłóg i wygłuszenie (HAPP).

- (23) Na krótko przed wybuchem kryzysu w 2008 r. przedsiębiorstwo Trèves zaczynało osiągać korzyści z pierwszego planu restrukturyzacji rozpoczętego w 2005 r. i mającego na celu zmniejszenie zatrudnienia i racjonalizację zdolności produkcyjnej. Wraz z nadejściem kryzysu przedsiębiorstwo Trèves postanowiło zmienić i pogłębić swój plan restrukturyzacji i chciało przeprowadzić rozmowy z kredytodawcami w ramach procedury pojednawczej <sup>(6)</sup>.
- (24) Dnia 25 maja 2009 r. zawarto protokół z postępowania pojednawczego pomiędzy akcjonariuszem Trèves (spółką holdingową „Severt”, jedynym akcjonariuszem), spółkami grupy Trèves, kredytodawcami (tj. bankami) i FMEA. Protokół ten opiera się na wdrożeniu planu restrukturyzacji (plan ten opisano w sekcji V.1.1.).
- (25) Finansowanie planu restrukturyzacji oszacowano na [110–140] (\*) mln EUR. Z tego tytułu różne strony przyjęły zobowiązania opisane w protokole z dnia 25 maja 2009 r.

#### Wkład przedsiębiorstwa, jego banków i jego klientów

- (26) Producenci Peugeot i Renault zobowiązali się do wniesienia kwoty 33,3 mln EUR w ramach finansowania [...].
- (27) Grupa Trèves zobowiązała się dołożyć wszelkich starań, aby w roku 2009 wygenerować sumę odpowiadającą [5–20] % potrzeb środków pieniężnych, czyli [5–30] mln EUR.
- (28) Banki przyznały nowy kredyt bankowy w kwocie [10–30] mln EUR. Zgodziły się ponadto na udzielenie pożyczki konsolidacyjnej na kwotę [30–60] mln EUR przeznaczoną na zwrot istniejących kredytów i pożyczek krótkoterminowych ([0–20] mln) i średnioterminowych ([30–40] mln). Nowy kredyt i pożyczka konsolidacyjna muszą zostać w całości zwrócone [...] 2014 r.

#### Wkład FMEA i wkład publiczny

- (29) FMEA wsparł przedsiębiorstwo kwotą 55 mln EUR. Z tej sumy [40–50] mln EUR wniesiono w formie instrumentów dłużnych dających dostęp do kapitału (tj. obligacji zamiennych na akcje o dostosowywanym parytecie), papierów wartościowych dających wynagrodzenie o stałym kuponie wynoszące [ $> 8$ ] %. Równolegle w drodze podwyższenia kapitału (subskrypcja nowych

akcji zwykłych) wniesiono [5–15] mln EUR, dając tym samym FMEA udział kapitałowy w Trèves w wysokości [ $< 50$ ].

- (30) Wierzyciele publiczni uzgodnili plan spłaty zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne w kwocie 18,4 mln EUR [...]. Wspomniany plan polega na zmianie harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne przedsiębiorstwa Trèves, której towarzyszy zapłata kar i odsetek za zwłokę.

### II.3. Powody wszczęcia postępowania

- (31) Finansowanie planu restrukturyzacji przedsiębiorstwa Trèves opiera się na wniesieniu nowych funduszy o łącznej wartości [100–120] mln (kwota ta nie obejmuje pożyczki konsolidacyjnej). W tej kwocie wsparcie FMEA wynosi 55 mln. Należy do tego dodać plan spłaty zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne w kwocie 18,4 mln. W swojej decyzji o wszczęciu formalnego postępowania wyjaśniającego Komisja wyraża wątpliwości co do uznania dwóch ostatnich środków za pomoc państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.
- (32) Jeżeli chodzi o inwestycję z FMEA, Komisja zauważa, że wiele elementów wydaje się wskazywać, że inwestycja ta pochodzi od państwa. Na pierwszy rzut oka wydaje się, że inwestycji dokonano przy użyciu zasobów państwowych i że należy przypisać ją państwu <sup>(7)</sup>. Wątpliwości Komisji opierają się w szczególności na obserwacji wspomnianego powyżej funkcjonowania FSI, FMEA i CDC Entreprises.
- (33) Komisja wyraża następnie wątpliwości dotyczące przestrzegania w ramach wspomnianej inwestycji kryterium prywatnego inwestora. Komisja nie mogła w szczególności stwierdzić z pewnością, biorąc pod uwagę sytuację zarówno sektora motoryzacyjnego, jak i przedsiębiorstwa, które doświadczało pewnych problemów finansowych <sup>(8)</sup>, po pierwsze, że założenia planu restrukturyzacji są wiarygodne, realistyczne i ostrożne, po drugie, że wycena przedsiębiorstwa Trèves przed dokonaniem inwestycji była ostrożna, a po trzecie,

<sup>(6)</sup> Procedura pojednawcza ma na celu zawarcie porozumienia zadowalającego obie strony pomiędzy kierownikiem przedsiębiorstwa a jego wierzycielami (publicznymi i prywatnymi) w celu ustalenia terminów płatności lub umorzenia długów (art. 611-7 francuskiego kodeksu handlowego).

(\*) Objęte tajemnicą handlową.

<sup>(7)</sup> Zgodnie z utrwalonym orzecznictwem (zob. w szczególności wyrok Trybunału z dnia 21 marca 1991 r. w sprawie C-305/89 Włochy przeciwko Komisji, Rec., s. I-1603, pkt 13), nie ma potrzeby rozróżniać między przypadkami, w których pomoc przyznaje bezpośrednio państwo a przypadkami, w których przyznają ją instytucje publiczne lub prywatne, które państwo ustanawia lub wyznacza w celu zarządzania pomocą. Prawo europejskie nie może bowiem dopuszczać sytuacji, w której sam fakt utworzenia niezależnych instytucji odpowiedzialnych za rozdzielanie pomocy pozwala obejść przepisy dotyczące kontroli pomocy państwa. Jednak, jak stwierdził Trybunał w wyroku z dnia 16 maja 2002 r. (Francja przeciwko Komisji zwanym „Stardust Marine”, C-482/99, Rec., s. I-4397), aby środki można było uznać za pomoc w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE, z jednej strony muszą zostać przyznane pośrednio lub bezpośrednio przy użyciu zasobów państwowych, a z drugiej strony musi istnieć możliwość przypisania ich państwu.

<sup>(8)</sup> Trudności finansowe przedsiębiorstwa Trèves na koniec 2008 r. polegały głównie na spadku obrotów ([650–700] mln EUR, czyli [20–25] % w stosunku do 2007 r.) i na stracie [40–50] mln EUR na koniec roku obrotowego.

że perspektywę wewnętrznej stopy zwrotu wynoszącej [ $> 12\%$ ] <sup>(9)</sup> należy uznać za wystarczającą względem ryzyka podejmowanego przez FMEA.

- (34) Jeżeli chodzi o plan spłaty zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne, Komisja ma wątpliwości, czy zachowanie administracji francuskiej można porównać do zachowania wierzyciela prywatnego w tych samych warunkach, który dąży do odzyskania należnych mu kwot. Komisja nie posiadała wszystkich danych pozwalających jej stwierdzić, że publiczni wierzyciele byli, na mocy protokołu z postępowania pojednawczego z dnia 25 maja 2009 r., w co najmniej równie korzystnej sytuacji co wierzyciele prywatni przedsiębiorstwa Trèves (czyli banki), które zezwoliły również na zmianę harmonogramu ich wierzytelności, udzielając pożyczki konsolidacyjnej. Komisja ma zatem wątpliwości co do zgodności planu spłaty zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne z zasadą wierzyciela prywatnego.
- (35) Wreszcie gdyby obydwa wyżej wymienione środki miały być uznane za pomoc państwa, Komisja wskazuje w decyzji o wszczęciu postępowania, że ich zgodność z rynkiem wewnętrznym można by zbadać na podstawie wytycznych wspólnotowych dotyczących pomocy państwa w celu ratowania i restrukturyzacji zagrożonych przedsiębiorstw <sup>(10)</sup> (zwanych dalej „wytycznymi”). Komisja twierdzi jednak, że na tym etapie nie może stwierdzić z pewnością, że spełnione są wszystkie warunki wymagane na mocy wspomnianych wytycznych.

### III. UWAGI ZAINTERESOWANYCH STRON

#### Grupa Trèves

- (36) Grupa Trèves przekazała swoje uwagi Komisji pismem z dnia 2 lipca 2010 r. W jej opinii zasady i warunki inwestycji FMEA w grupę Trèves i stosowanie planu zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne nie podlega art. 107 ust. 1 TFUE.
- (37) Po pierwsze, grupa Trèves poinformowała, że teza o możliwości przypisania pomocy państwu jest bezpodstawna, ponieważ za pośrednictwem FMEA grupa Trèves zdecydowała się na zobowiązanie wobec dwóch producentów samochodów o zasięgu międzynarodowym, którzy reprezentują [ $> 50\%$ ] jej obrotów. Ponadto grupa kwestionuje analizę Komisji, zgodnie z którą spółka była zmuszona wnioskować o środki państwowe, ponieważ, po pierwsze, w jej opinii środki FMEA pochodzą od podmiotów prywatnych, a po drugie, udział

innych inwestorów prywatnych w finansowaniu spółki (banki) dowodzi, że posiada ona zdolność do pozyskania finansowania na rynku.

- (38) Po drugie, grupa Trèves kategorycznie odrzuca analizę Komisji dotyczącą sytuacji finansowej przedsiębiorstwa Trèves w latach 2005–2008. W jej opinii Komisja myli ogólny kryzys w sektorze motoryzacyjnym w 2008 r. z indywidualną sytuacją przedsiębiorstwa, które odnotowało nieprzerwany i znaczny wzrost obrotów między rokiem 1999 ([500–700] mln EUR) a 2004 ([900–1 100] mln EUR). W istocie wspomniany wzrost został zablokowany przez kryzys, który dotknął sektor motoryzacyjny w drugiej połowie 2008 r. Celem planów restrukturyzacji z lat 2005 i 2009 nie było rozwiązanie problemów związanych z płynnością, lecz racjonalizacja zdolności produkcyjnej przedsiębiorstwa, która nie miała zapewnić mu przetrwania, lecz pozwolić na pobudzenie działalności przedsiębiorstwa w trudnej koniunkturze, czego dowodzi wzrost kwoty EBITDA <sup>(11)</sup> przedsiębiorstwa w latach 2005–2007 i poprawa wyników od 2009 r.
- (39) Ponadto grupa Trèves kwestionuje znaczenie przypisywane przez Komisję deklaracjom francuskiego ministra przemysłu, że bez interwencji państwa przedsiębiorstwo Trèves zgłosiłoby upadłość. Subiektywna deklaracja polityczna wypowiedziana w napiętej sytuacji społecznej nie jest odpowiednią podstawą oceny rzeczywistej sytuacji ekonomicznej i finansowej przedsiębiorstwa.
- (40) W związku z tym nie można zakwestionować rozważnego charakteru inwestycji FMEA w przedsiębiorstwo Trèves zarówno z punktu widzenia finansowego, jak i przemysłowego. Przedsiębiorstwo przypomina, że FMEA nie był jedynym inwestorem. Zgłosiło się wielu innych potencjalnych inwestorów, a obok FMEA zaangażowali się też partnerzy prywatni. W przeciwieństwie do tego, co wydaje się twierdzić Komisja, nie ma żadnej sprzeczności między logiką finansową a logiką przemysłową inwestycji FMEA. W opinii grupy Trèves posiadanie przez producenta udziałów w jednym z przedsiębiorstw będących jego dostawcami w celu wzmocnienia relacji przemysłowych i czerpania korzyści finansowych z jego wzrostu jest powszechną praktyką w sektorze motoryzacyjnym.
- (41) Po trzecie, grupa Trèves podkreśla przestrzeganie zasady rozważnego inwestora prywatnego. Warunki inwestycji są bowiem nie tylko bardzo rygorystyczne, lecz również korzystne dla FMEA. Ponadto przedsiębiorstwo Trèves posiadało w latach 2008–2009 istotne atuty pozwalające zapewnić szybki powrót rentowności (rozpoczęcie działalności i wzrost w krajach wschodzących, dywersyfikacja portfela klientów wśród producentów samochodów, widoczne ukierunkowanie na badania i rozwój). Mając na uwadze te atuty, opracowano plan restrukturyzacji przemysłowej i finansowej przedsiębiorstwa Trèves na podstawie ostrożnych i racjonalnych prognoz i w następstwie szczegółowego audytu sytuacji przedsiębiorstwa. Ponadto dobre wyniki przedsiębiorstwa Trèves w latach 2009–2010 potwierdzają rozważny charakter inwestycji.

<sup>(9)</sup> W decyzji o wszczęciu postępowania wspomniana wewnętrzna stopa zwrotu wynosi [ $> 15\%$ ]. Można to wyjaśnić w następujący sposób: wewnętrzna stopa zwrotu oczekiwana z inwestycji FMEA wynosi [ $> 15\%$ ]. FMEA stosuje jednak jako środek bezpieczeństwa obniżenie wartości należności wierzycieli o [...] % do EBITDA (zob. przypis 11) za rok obrotowy 2011. Po obniżeniu wartości należności wierzycieli wewnętrzna stopa zwrotu wynosi [ $> 12\%$ ] i tą stopę przyjęto jako referencyjną stopę rentowności w niniejszej decyzji. Wewnętrzna stopa zwrotu wynosząca [ $> 15\%$ ], wspomniana w decyzji o wszczęciu postępowania była średnią stopą pomiędzy stopą [ $> 15\%$ ] bez obniżenia wartości należności wierzycieli i stopą [ $> 12\%$ ] z obniżeniem wartości należności wierzycieli.

<sup>(10)</sup> Dz.U. C 244 z 1.10.2004, s. 2.

<sup>(11)</sup> Skrót od „Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization”: zysk przed potrąceniem odsetek, podatków, deprecjacji i amortyzacji.

- (42) Grupa Trèves uważa też, że jeżeli inwestycja FMEA miałaby wchodzić w zakres stosowania art. 107 ust. 1 TFUE, pomoc ta byłaby zgodna z wytycznymi, ponieważ zapewniono przywrócenie wiarygodności przedsiębiorstwa w perspektywie długoterminowej, restrukturyzacja nie prowadzi do zakłócenia konkurencji i towarzyszą jej środki wyrównawcze częściowo już wdrożone ([...] zmniejszenie zdolności produkcyjnej, zmniejszenie zatrudnienia, a ponadto domniemany udział środków państwowych w finansowaniu restrukturyzacji przedsiębiorstwa Trèves jest ograniczony do ścisłego minimum kosztów restrukturyzacji).
- (43) Jeżeli chodzi o plan zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne, grupa Trèves uważa przede wszystkim, że przestrzega zasady wierzyciela prywatnego. W opinii grupy Komisja nie może zakładać z góry, że ewentualne uznanie środka za pomoc wyklucza możliwość rozważnej zmiany przez instytucje finansowe harmonogramu spłat zaległości. Otóż plan zmieniony harmonogram spłat zaległości przewiduje kary i odsetki za zwłokę, oprocentowanie wyższe od stopy ustawowej, której mógłby domagać się wierzyciel prywatny, hipoteki z pierwszeństwem zaspokojenia [...], a interwencja organów publicznych miała miejsce jednocześnie z zaangażowaniem wierzycieli prywatnych.

#### FMEA

- (44) FMEA przekazał swoje uwagi Komisji pismem z dnia 22 czerwca 2010 r. FMEA odrzuca uznanie swojej inwestycji w przedsiębiorstwo Trèves za pomoc państwa, po pierwsze, z powodu posiadanej przez siebie autonomii w wyborze inwestycji i w działaniach służących osiągnięciu przyjętych celów.
- (45) FMEA podkreśla, że podejmuje decyzje o interwencjach całkowicie niezależnie. Autonomia ta wynika nie tylko z jego statutu, lecz również z zasad zarządzania. FMEA, jako fundusz podwyższonego ryzyka, jest zarządzany przez spółkę, która sama podlega zasadom zarządzania w imieniu osób trzecich. Statutowa niezależność spółki zarządzającej w dokonywaniu wyboru inwestycji, ponieważ działa z uwzględnieniem interesu majątkowego uczestników funduszu, przyczynia się do zapewnienia autonomii FMEA na etapie podejmowania decyzji w sprawie inwestycji. Jeżeli chodzi o komitety konsultacyjne FMEA, komitet selekcyjny i komitet inwestycyjny, ich opinie mogą zostać przyjęte tylko za zgodą jednego z dwóch producentów samochodów. Dotychczas spółka zarządzająca, CDC Entreprises, zawsze stosowała się do opinii wydanych przez komitety. W związku z tym wpływ inwestorów prywatnych, tj. przedsiębiorstw Renault i Peugeot, ma dominujące znaczenie przy selekcji i określaniu projektów inwestycyjnych.
- (46) Ponadto inwestycja FMEA w przedsiębiorstwo Trèves ilustruje politykę inwestycyjną FMEA, która daje pierwszeństwo przedsiębiorstwom o dużych zdolnościach innowacyjnych oraz wyraźnym potencjale wzrostu i rentowności w sektorze dostawców wyposażenia samochodowego. Przedsiębiorstwo Trèves jest pierwszoplanowym europejskim dostawcą wyposażenia samochodowego, którym interesowały się zresztą [...] inne fundusze

prywatne. Wyraźna poprawa wyników przedsiębiorstwa, począwszy od 2010 r. dowodzi realności i trafności planu restrukturyzacji przedstawionego przez Trèves. W związku z przejściowymi trudnościami przedsiębiorstwa spowodowanymi kryzysem gospodarczym i finansowym FMEA mógł wynegocjować warunki pozwalające na szczególną ochronę inwestycji.

- (47) FMEA uważa zatem, że jego inwestycji nie można uznać za pomoc państwa.

#### Grupa Renault

- (48) Grupa Renault przekazała swoje uwagi Komisji pismem z dnia 6 lipca 2010 r. Renault zakwestionował przede wszystkim stwierdzenia Komisji, że jego udział w FMEA jest powiązany z pożyczką, której państwo udzieliło mu w kwietniu 2009 r. Przedsiębiorstwo przypomniało, że w momencie powstania funduszu w dniu 20 stycznia 2009 r.<sup>(12)</sup>, nie posiadało żadnych informacji na temat ewentualnej przyszłej pożyczki udzielanej przez państwo producentom samochodów. Celem pożyczki udzielonej mu w kwietniu 2009 r. było finansowanie ogólnych potrzeb przedsiębiorstwa z powodu skurczenia się rynków finansowych w czwartym kwartale 2008 r. i pierwszym kwartale 2009 r.

- (49) Ponadto udział Renault w FMEA był uzasadniony względami ekonomicznymi, przemysłowymi i finansowymi: trwała konsolidacja dostaw w oparciu o konkurencyjnych dostawców o stabilnej sytuacji jest dla Renault strategicznie i finansowo konieczna, a jednocześnie przedsiębiorstwo spodziewało się zwrotu z inwestycji finansowej. FMEA umożliwia zatem Renault inwestowanie w przedsiębiorstwa niezbędne dla sektora, takie jak przedsiębiorstwo Trèves, które jest ważnym dostawcą europejskiego sektora motoryzacyjnego. W związku z tym inwestycje FMEA opierają się na tym samym podejściu, które stosuje Renault jako rozważny inwestor prywatny.

- (50) Przedsiębiorstwo Renault podziela również bez zastrzeżeń uwagi FMEA przedstawione w odpowiedzi na decyzję Komisji o wszczęciu formalnego postępowania i dotyczące jego roli w zarządzaniu FMEA, sposobu funkcjonowania funduszu, jego autonomii i autonomii spółki zarządzającej wobec organów publicznych.

#### Grupa Peugeot

- (51) Grupa PSA przekazała swoje uwagi Komisji pismem z dnia 6 lipca 2010 r. Według PSA inwestycja FMEA w przedsiębiorstwo Trèves jest nie tylko rentowna, lecz również zbieżna z jej interesami gospodarczymi i strategicznymi.

<sup>(12)</sup> Należy tu przypomnieć, że z prawnego punktu widzenia FMEA został utworzony dopiero 25 marca 2009 r., kiedy regulamin Funduszu został podpisany przez subskrybentów, a inwestorzy przystąpili do subskrypcji pierwszej transzy. Jednak faktycznie tworzony Fundusz rozpoczął działalność pod koniec stycznia.

- (52) Udział PSA w FMEA jest wyrazem wspólnej woli producenta i funduszu, jeżeli chodzi o inwestycje w strategiczne przedsiębiorstwa o dużych zdolnościach innowacyjnych, które mogą zapewnić bezpieczeństwo dostaw i optymalnie skonsolidować sektor dostawców wyposażenia samochodowego. Ponadto PSA uważa, że inwestycja FMEA odpowiada wymogom rentowności względem podjętego ryzyka.
- (53) PSA podkreśla także brak współzależności między decyzją o udziale w FMEA a zawarciem umowy o pożyczkę w kwocie 3 mld EUR między państwem francuskim a producentem w marcu 2009 r.

#### Konkurent przedsiębiorstwa Trèves

- (54) Konkurent przedsiębiorstwa Trèves, który pragnie zachować anonimowość, przedstawił swoje uwagi Komisji pismem z dnia 23 czerwca 2010 r. Zgadza się on z analizami Komisji przedstawionymi w decyzji o wszczęciu postępowania z dnia 29 stycznia 2010 r. Jego zdaniem przedsiębiorstwo Trèves istotnie znajdowało się w trudnej sytuacji ekonomicznej przed rozpoczęciem kryzysu gospodarczego, nie może zatem korzystać ze środków przewidzianych w tymczasowych wspólnotowych ramach prawnych. Ponadto bez względu na jego sytuację ekonomiczną, pomocy państwa, którą przedsiębiorstwo mogło otrzymać, muszą towarzyszyć istotne środki wyrównawcze z powodu znacznego negatywnego wpływu na konkurencję. W istocie pomoc, której jedynym celem było sztuczne podtrzymanie przedsiębiorstwa w sektorze, w którym występuje długoterminowa strukturalna nadwyżka zdolności produkcyjnej, nie jest uzasadniona. Konkurent uważa, że przedsiębiorstwo Trèves powinno zostać zmuszone do ograniczenia swojej obecności na rynkach poprzez sprzedaż spółek zależnych i zdecydowane ograniczenie działalności oraz do restrukturyzacji opierającej się w większym stopniu na jego własnych zasobach.

#### Republika Włoska

- (55) Włoskie Ministerstwo Rozwoju Gospodarczego przedstawiło swoje uwagi Komisji pismem z dnia 15 czerwca 2010 r. Ministerstwo podziela „argumenty”<sup>(13)</sup> Komisji w dwóch podstawowych kwestiach: inwestycja FMEA stanowi bez wątpienia pomoc państwa z powodu decydującej obecności funduszy publicznych, a tego rodzaju pomoc jest przeznaczona na wspieranie przedsiębiorstw, które przed trzecim kwartałem 2008 r. znajdowały się w trudnej sytuacji w rozumieniu wytycznych.

#### IV. UWAGI FRANCJI

- (56) Pismem z dnia 25 marca 2010 r. władze francuskie przedstawiły Komisji swoje uwagi w następstwie wszczęcia formalnego postępowania wyjaśniającego w dniu 29 stycznia 2010 r.
- (57) W opinii władz francuskich zasady i warunki inwestycji FMEA w przedsiębiorstwo Trèves nie podlegają zakresowi

art. 107 ust. 1 TFUE, ponieważ inwestycja nie była finansowana z zasobów państwowych, lecz w głównej mierze ze środków prywatnych, których nie można przypisać państwu. Nawet gdyby zasoby FMEA uznano za zasoby państwowe lub można było decyzję o inwestycji przypisać państwu, władze francuskie uważają, że taka inwestycja ma wszelkie cechy rozważnej inwestycji zgodnej z testem inwestora prywatnego. Ponadto władze francuskie uważają również, że zmiana harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne zatwierdzona przez wierzycieli publicznych odpowiada kryteriom stosowanym przez wierzyciela prywatnego, który dąży do odzyskania należnych mu kwot.

- (58) Władze francuskie podnoszą, że inwestycja FMEA w żadnym wypadku nie zakładała przekazania zasobów państwowych w rozumieniu orzeczenia w sprawie Stardust Marine<sup>(14)</sup>. Jeżeli chodzi o wkład producentów PSA i Renault (2/3), fundusze FMEA mają charakter czysto prywatny, a jeżeli chodzi o wkład FSI (1/3), chociaż są to środki publiczne, państwo nie sprawuje nad nimi stałej kontroli. FSI, utworzony na wzór prywatnych funduszy inwestycyjnych, posiada formę spółki akcyjnej i konkuruje z pozostałymi prywatnymi funduszami inwestycyjnymi. Fundusz realizuje inwestycje długoterminowe, których celem jest rentowność.
- (59) Ponadto spółka zarządzająca FMEA, CDC Entreprises, ze względu na swój statut i zasady funkcjonowania, nie jest nadzorowana przez organy publiczne. Ze względu na swój statut, z prawnego punktu widzenia spółka jest również niezależna od CDC i inwestując, działa wyłącznie na korzyść uczestników funduszu, konkurując z inwestorami prywatnymi lub działając wspólnie z nimi. CDC Entreprises zarządza zatem funduszami FMEA całkowicie niezależnie. Jeżeli chodzi o inwestycję w przedsiębiorstwo Trèves, CDC Entreprises kierowała się zaleceniami komitetu selekcyjnego i komitetu inwestycyjnego FMEA bez żadnej interwencji państwa. W związku z tym władze francuskie stwierdzają po pierwsze, że zainwestowane środki nie są zasobami państwowymi, ponieważ nie podlegają stałej kontroli publicznej, a więc nie pozostają do dyspozycji organów państwowych, a po drugie, że decyzji o inwestycji nie można przypisać państwu, ponieważ CDC Entreprises działa całkowicie niezależnie i wyłącznie w interesie uczestników FMEA.

- (60) Jeżeli chodzi o zgodność inwestycji FMEA z testem rozważnego inwestora prywatnego, władze francuskie przypominają, że polityka inwestycyjna FMEA daje pierwszeństwo projektom rentownym i strategicznym dla sektora motoryzacyjnego, o silnym wroście i dużych zdolnościach innowacyjnych. W przypadku przedsiębiorstwa Trèves inwestycja została przeprowadzona na podstawie realistycznego i rygorystycznego planu operacyjnego zatwierdzonego przez kilku analityków prywatnych. Wykupienie udziałów FMEA w kapitale przedsiębiorstwa Trèves i subskrypcja obligacji zamiennych na akcje o dostosowywanym parytecie

<sup>(13)</sup> Należy tu przypomnieć, że w decyzji o wszczęciu postępowania Komisja ogranicza się do wyrażenia swoich wątpliwości.

<sup>(14)</sup> Wyrok Trybunału z dnia 16 maja 2002 r. w sprawie C-482-99, Republika Francuska przeciwko Komisji, Rec., s. I-4397.

nastąpiły w tym samym czasie, w którym zrobili to inni inwestorzy prywatni, i na takich samych warunkach (inwestycje zgodnie z zasadą *pari passu*). Według władz francuskich elementy te wystarczają do stwierdzenia zgodności inwestycji z praktykami rynkowymi.

- (61) Jeżeli chodzi o stosowanie zasady wierzyciela prywatnego, władze francuskie uważają, że plan zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne, na który wyrażono zgodę w przypadku przedsiębiorstwa Trèves, jest podporządkowany koncepcji zakładającej stosowanie tego kryterium, tj. że wierzyciel publiczny, podobnie jak wierzyciel prywatny, musi dążyć do odzyskania należnych mu kwot od dłużnika znajdującego się w trudnej sytuacji finansowej. Władze francuskie stwierdzają najpierw, że grupie Trèves nie umorzono żadnych należności z tytułu podatków lub składek na ubezpieczenie społeczne. Ich zdaniem w niniejszym przypadku przestrzegano dwóch podstawowych elementów, na podstawie których można ocenić kryterium wierzyciela prywatnego, tj. występowanie kar i odsetek za zwłokę oraz stosowaną stopę oprocentowania. Plan zmiany harmonogramu spłaty zaległości przewiduje bowiem odsetki i kary za zwłokę określone przed porozumieniem w sprawie planu zmiany harmonogramu spłaty zaległości i uwzględnione w kalkulacji rat płatnych przez przedsiębiorstwo Trèves. Ponadto zgodnie z art. 1153 kodeksu cywilnego, który przewiduje, że wobec braku klauzuli umownej, zwłoka w płatności kwoty należnej wierzycielowi prywatnemu skutkuje obciążeniem płatności ustawowymi odsetkami za zwłokę. W 2009 r., kiedy zatwierdzono plan zmiany harmonogramu, stopa odsetek ustawowych wynosiła 3,79 %. Tymczasem roczna stopa odsetek za cały okres trwania planu zmiany harmonogramu spłat wynosi około [5–10] %. Dodatkowo władze francuskie przypominają, że jednocześnie z planem zmiany harmonogramu spłat zobowiązań podatkowych i składowych, banki, które udzieliły grupie Trèves pożyczek, wyraziły zgodę na zmianę harmonogramu spłat własnych wierzycielności w drodze pożyczki konsolidacyjnej. Wierzyciele prywatni przedsiębiorstwa Trèves również wyrazili zatem zgodę na ułatwienie spłaty, aby zagwarantować zwrot swoich wierzycielności.
- (62) Władze francuskie stwierdzają po pierwsze, że większość otrzymanych uwag potwierdza, iż inwestycja FMEA w przedsiębiorstwo Trèves nie może zostać uznana za pomoc państwa. W związku z tym władze francuskie nie odniosą się dodatkowo do tych uwag.
- (63) Jeżeli chodzi natomiast o uwagi przedstawione przez władze włoskie i anonimowe przedsiębiorstwo przedstawiające się jako konkurent przedsiębiorstwa Trèves, władze francuskie zamierzają przedstawić Komisji następujące uwagi.
- (64) Władze francuskie stwierdzają, że władze włoskie ograniczają się do uwagi, że inwestycję FMEA w przedsiębiorstwo Trèves należy uznać za pomoc państwa z powodu „decydującej roli” środków publicznych. Uwaga ta nie jest poparta żadnym dowodem ani uzasadnieniem.

- (65) W opinii władz francuskich przedsiębiorstwo będące konkurentem przedsiębiorstwa Trèves również zakłada, lecz tego nie dowodzi, występowanie pomocy państwa, która miałaby być niezgodna z wytycznymi i tymczasowymi ramami przyjętymi przez Komisję w grudniu 2008 r. w związku z kryzysem gospodarczym i finansowym. Argumenty, na których opiera się to przedsiębiorstwo są albo niedokładne, albo wyrwane z kontekstu, a zatem interpretowane w sposób błędny i stronniczy.

## V. OCENA ŚRODKÓW OBJĘTYCH POSTĘPOWANIEM WYJAŚNIAJĄCYM

- (66) Analizując środek krajowy, Komisja bada najpierw, czy przedmiotowy środek można uznać za pomoc państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE. Po zakwalifikowaniu środka krajowego Komisja może ocenić, w jakim zakresie można go uznać za zgodny ze wspólnym rynkiem na podstawie dozwolonych przez TFUE odstępstw od zasady zakazu pomocy państwa. Jeżeli środek objęty postępowaniem wyjaśniającym nie stanowi pomocy państwa, badanie zgodności pomocy jest bezprzedmiotowe.

### V.1. Ocena występowania pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE

- (67) Artykuł 107 ust. 1 TFUE stanowi, że „wszelka pomoc przyznawana przez państwo lub przy użyciu zasobów państwowych w jakiegokolwiek formie, która zakłóca lub grozi zakłóceniem konkurencji poprzez sprzyjanie niektórym przedsiębiorstwom lub produkcji niektórych towarów jest niezgodna ze wspólnym rynkiem w zakresie, w jakim wpływa na wymianę handlową między państwami członkowskimi”.
- (68) W postanowieniu tym wymieniono kryteria, na podstawie których środek krajowy można uznać za pomoc państwa. Jak przypomina Trybunał Sprawiedliwości w wyroku z dnia 15 czerwca 2006 r., kryteria te są następujące: „finansowanie tego środka przez państwo lub przy użyciu zasobów państwowych, [...] korzyści dla przedsiębiorstwa, [...] selektywność tego działania oraz [...] jego wpływ na wymianę handlową między państwami członkowskimi i wynikające z tego zakłócenia konkurencji”<sup>(15)</sup>.
- (69) Kryteria są łączne, co oznacza, że wszystkie z nich muszą być spełnione, aby można było uznać dany środek za pomoc państwa. W związku z tym od momentu, w którym Komisja dowiedzie, że jedno z kryteriów nie zostało spełnione, może stwierdzić z pewnością, że środek objęty postępowaniem wyjaśniającym nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.

<sup>(15)</sup> Wyrok Trybunału z dnia 15 czerwca 2006 r. w sprawach połączonych C-393/04 i C-41/05, *Air Liquide Industries Belgium*, Zb.Orz., s. I-5293, pkt 28.



## V.1.1. Inwestycja FMEA w kwocie 55 mln EUR

- (70) Jeżeli chodzi o inwestycję FMEA w przedsiębiorstwo Trèves w kwocie 55 mln EUR, należy najpierw sprawdzić, czy spełnione zostało kryterium korzyści.

## K o r z y ś ć

- (71) Zgodnie z utrwalonym orzecznictwem<sup>(16)</sup>, wkład kapitałowy w przedsiębiorstwo nie stanowi pomocy państwa, jeżeli jest dokonywany w okolicznościach dopuszczalnych dla inwestora prywatnego prowadzącego działalność w normalnych warunkach gospodarki rynkowej („test inwestora prywatnego”).

- (72) W tym względzie, jeżeli przyjmiemy hipotezę, że FMEA odsprzeda swoje udziały w przedsiębiorstwie Trèves w roku 2012, wewnętrzna stopa zwrotu obliczona przez FMEA wynosi [ $> 12\%$ ] rocznie. Stopa ta odpowiada rentowności przed opodatkowaniem wszystkich inwestycji FMEA obejmujących zarówno bezpośredni wkład kapitałowy w kwocie [5–15] mln EUR, jak i wkład w formie instrumentów dłużnych dających dostęp do kapitału (obligacji zamiennych na akcje o dostosowywanym parytecie) w kwocie [40–50] mln EUR.

- (73) Zatem, aby ocenić zgodność z testem inwestora prywatnego, Komisja musi wypowiedzieć się w następujących kwestiach:

- a) czy plan restrukturyzacji przedsiębiorstwa Trèves, na podstawie którego FMEA się zaangażował, jest wiarygodny i realistyczny?
- b) czy grupa Trèves została odpowiednio wyceniona przed wniesieniem wkładu kapitałowego przez FMEA w kwocie [5–15] mln EUR?
- c) czy hipotezy dotyczące wewnętrznej stopy zwrotu w planie restrukturyzacji były racjonalne i realistyczne w momencie dokonania przez FMEA inwestycji?

<sup>(16)</sup> Według Sądu „należy rozważyć [...], czy w podobnych okolicznościach inwestor prywatny, którego wielkość jest porównywalna z wielkością instytucji zarządzających sektorem publicznym, byłby skłonny wnieść wkłady finansowe w takiej samej wysokości, mając na uwadze w szczególności dostępne informacje i rozwój sytuacji dający się przewidzieć w chwili wniesienia tych wkładów. Ponadto nawet jeśli zachowanie inwestora prywatnego, z jakim należy porównać interwencję inwestora publicznego realizującego cele polityki gospodarczej, nie musi być koniecznym zachowaniem zwykłego inwestora wkładającego kapitał w celu uzyskania zysku w mniej lub bardziej krótkim terminie, musi być ono przynajmniej zachowaniem prywatnego holdingu lub prywatnej grupy przedsiębiorstw, które realizują globalną lub sektorową politykę strukturalną, oraz musi mu przyswiecać perspektywa osiągnięcia zysku w dłuższym terminie”, wyrok Sądu z dnia 21 maja 2010 r. w sprawach połączonych T-425/04, T-444/04, T-450/04 i T-456/04, Francja i in. przeciwko Komisji, pkt 216. Zob. również następujące komunikaty Komisji: Application des articles 87 et 88 du traité CE aux prises de participation publiques, Bull. CE, n° 9-1984; Komunikat Komisji do państw członkowskich. Stosowanie art. 87 i 88 Traktatu WE i art. 5 dyrektywy Komisji 80/723/EWG w odniesieniu do przedsiębiorstw publicznych z sektora wytwórczego (Dz.U. C 307 z 13.11.1993, p. 3).

- d) czy oczekiwana wewnętrzna stopa zwrotu na poziomie [ $> 12\%$ ] jest wystarczająca?

- (74) Komisja załączy do odpowiedzi na pytania b) i d) uwagi dotyczące odpowiednio struktury inwestycji FMEA i podziału zysku.

- (75) Odpowiedzi udzielone na powyższe pytania pozwolą Komisji ustalić, czy FMEA działał w warunkach podobnych do tych, których wymagały inwestor prywatny, jeżeli jego inwestycja byłaby obciążona ryzykiem wynikającym zarówno z sytuacji sektora motoryzacyjnego w momencie inwestycji, jak i z sytuacji przedsiębiorstwa doświadczającego pewnych trudności finansowych.

## Kryterium wiarygodnego i realistycznego charakteru planu restrukturyzacji

- (76) Jak stwierdzono w motywie 23, na krótko przed wybuchem kryzysu finansowego i gospodarczego z 2008 r. przedsiębiorstwo Trèves zaczęło osiągać korzyści z pierwszego planu restrukturyzacji rozpoczętego w 2005 r. i mającego na celu zmniejszenie zatrudnienia i racjonalizację zdolności produkcyjnej<sup>(17)</sup>. Wraz z nadejściem kryzysu przedsiębiorstwo Trèves postanowiło zmienić i pogłębić swój plan restrukturyzacji.

- (77) W ten sposób z końcem lata 2008 r. przedsiębiorstwo nadało nowy impuls swojemu planowi restrukturyzacji, a pod koniec grudnia 2008 r., tj. kilka miesięcy przed protokołem pojedynczym z dnia 25 maja 2009 r. można było zaobserwować następujące wyniki:

— wyraźny spadek kosztów ogólnych: środki podjęte w tym zakresie pozwoliły zmniejszyć o [20–30] % całkowitą kwotę rzeczywistych kosztów ogólnych przedsiębiorstwa Trèves w ostatnich czterech miesiącach 2008 r. w stosunku do prognozy budżetowej na 2008 r.,

— wyraźne zmniejszenie stanów magazynowych: koszty stanów magazynowych zmniejszyły się o [30–40] % w trakcie drugiego półrocza 2008 r. z kwoty [20–80] mln EUR w czerwcu do [0–60] mln EUR w grudniu,

— kontrola nad inwestycjami materialnymi: tego rodzaju inwestycje ograniczono o [40–50] % w 2008 r. w stosunku do prognozy budżetowej na 2008 r.,

— zmniejszenie zatrudnienia: liczbę pracowników grupy we Francji zmniejszono o [10–20] % tylko w 2008 r. ([...] pracowników we Francji w grudniu 2008 r. w stosunku do [...] pracowników w styczniu 2008 r.).

<sup>(17)</sup> Po spadku o [6–8] % między 2005 rokiem ([900–950] mln EUR) a 2006 rokiem ([800–850] mln EUR) obrót przedsiębiorstwa Trèves wzrastał o [4–7] % od 2007 r. ([850–900] mln EUR). Jego rentowność również uległa znacznej poprawie, ponieważ kwota EBITDA wzrosła do [50–60] mln EUR w 2007 r., tj. o [...] % w stosunku do 2006 r. ([30–40] mln EUR) i o [...] % w stosunku do kwoty EBITDA z 2005 r. ([40–50] mln).

- (78) Na początku 2009 r. przedsiębiorstwo Trèves, wspomagane przez niezależną firmę konsultingową, przygotowało zatem w sposób bardziej formalny nową wersję planu restrukturyzacji. Firma zatwierdziła w szczególności kwotę zapotrzebowania na środki pieniężne, którą uznano za niezbędną do sfinansowania planu ([110–140] mln EUR, zob. motyw 25 i kolejne).
- (79) Po pierwsze, należy podkreślić, że prognozy dotyczące przyszłych obrotów w planie restrukturyzacji wydają się wiarygodne i realistyczne. Opierają się one bowiem na skorygowanym znacznie w dół przewidywanym poziomie zamówień od producentów samochodów. Na przykład oczekiwane ilości na 2009 r. są niższe o [15–25] % od poziomu z 2008 r. Ponadto prognozy są spójne z założeniami przyjętymi w tym samym czasie przez analityków sektora motoryzacyjnego (na przykład firmę JD Power) w odniesieniu do oczekiwanego ożywienia w sektorze oraz jego konfiguracji w perspektywie 2011 r. Zatem przedsiębiorstwo Trèves oszacowało swój przyszły obrót na podstawie ostrożnych i poważnych szacunków wielkości zamówień. Plan jest też ostrożny, jeżeli chodzi o ewolucję sektora, i zakłada poziom działalności w 2011 r. [...] względem sprzedaży zrealizowanej w 2008 r.
- (80) Następnie w planie uwzględniono istotną redukcję kosztów. Redukcja została przeprowadzona między innymi poprzez poprawę wydajności siły roboczej i oszczędności na kosztach eksploatacyjnych [...] <sup>(18)</sup> [...]. Redukcja kosztów opiera się na istotnym zmniejszeniu zatrudnienia (restrukturyzacja obejmuje łącznie 1 300 osób).
- (81) Na podstawie tych środków plan restrukturyzacji przewiduje:
- przywrócenie równowagi od 2010 r. z wynikiem netto na poziomie [0–10] mln EUR, dodatnim przepływem pieniężnym w wysokości [0–10] mln EUR i kwotą EBITDA na poziomie [40–70] mln EUR,
  - wynik netto na poziomie [10–30] mln EUR od 2011 r. z przepływem pieniężnym w kwocie 10–30 mln EUR i kwotą EBITDA na poziomie [50–80] mln EUR.
- (82) Należy zauważyć, że przed podjęciem zaangażowania FMEA również upoważnił firmę [...] do przeprowadzenia kompletnego audytu sytuacji przedsiębiorstwa Trèves (okresy obrotowe „due diligence”), który trwał od połowy marca do końca kwietnia 2009 r. Zespoły FMEA same również przeprowadziły analizę planu restrukturyzacji i zatwierdziły go.
- (83) Ponadto w ramach restrukturyzacji, przedsiębiorstwo Trèves zobowiązało się do zbycia swojej działalności „[...]”, uwzględniając równowagę przemysłową i socjalną związaną z tą operacją, w trosce o wkład w konkurencyjność narzędzi przemysłowych nowej grupy Trèves.
- (84) W świetle powyższych elementów Komisja stwierdza, że plan restrukturyzacji, na podstawie którego FMEA dokonał inwestycji w przedsiębiorstwo Trèves, można uznać za wiarygodny i realistyczny.
- Wycena przedsiębiorstwa Trèves przed inwestycją FMEA i struktura tej inwestycji
- (85) Wartość funduszy własnych przedsiębiorstwa Trèves przed inwestycją FMEA została ustalona na [15–40] mln EUR. Na tej podstawie FMEA uzyskał [< 50] % kapitału przedsiębiorstwa Trèves, zwiększając go o [5–15] mln EUR. Komisja musi sprawdzić, czy wycena ta jest odpowiednia i ostrożna w świetle ówczesnej sytuacji przedsiębiorstwa.
- (86) Istnieje wiele metod oszacowania wartości funduszy własnych przedsiębiorstwa <sup>(19)</sup>. Często stosowaną metodą jest metoda mnożnika EBITDA. Pozwala ona ocenić wartość funduszy własnych przedsiębiorstwa za rok X poprzez pomnożenie kwoty EBITDA z tego roku X przez liczbę (mnożnik) uznawaną za właściwą dla danego sektora, przy czym dług netto odejmuje się od wyniku.
- (87) Inną metodą jest analiza zdyskontowanych środków pieniężnych (ang. *Discounted Cash Flow Analysis*). Nominalna wartość dostępnych przepływów pieniężnych (wolne przepływy pieniężne) przedsiębiorstwa w roku przyszłym jest aktualizowana według średniego ważonego kosztu nominalnej wartości kapitału (ang. *Weighted Average Cost of Capital* lub WACC), a dług netto jest odejmowany od otrzymanej wartości.
- (88) Trzecią metodą jest metoda mnożnika obrotu. Pozwala ona ocenić wartość funduszy własnych przedsiębiorstwa za rok X poprzez pomnożenie obrotu z tego roku X przez liczbę (mnożnik) uznawaną za właściwą dla danego sektora, przy czym dług netto odejmuje się od wyniku.
- (89) Aby wycenić przedsiębiorstwo Trèves przed dokonaniem inwestycji, FMEA zastosował metody zdyskontowanych środków pieniężnych i mnożnika obrotu. Ponieważ przedsiębiorstwo Trèves nie odnotowało dodatniej kwoty EBITDA na koniec roku 2008, metoda mnożnika EBITDA nie byłaby możliwa do zastosowania.
- (90) Natomiast metoda zdyskontowanych środków pieniężnych była możliwa do zastosowania i pozwalała uwzględnić perspektywy przywrócenia rentowności, co prowadzi do uwzględnienia w wycenie oczekiwanych korzystnych skutków poprawy wyników przedsiębiorstwa. Metoda mnożnika obrotu również została zastosowana na zasadzie ostrożności i w celu potwierdzenia wyników.

<sup>(18)</sup> [...].<sup>(19)</sup> Zgodnie z definicją wartość funduszy własnych przedsiębiorstwa odpowiada wartości przedsiębiorstwa pomniejszonej o dług netto.

- (91) Jeżeli chodzi o metodę zdyskontowanych środków pieniężnych przedsiębiorstwa, koszt kapitału lub sektorowy WACC, obejmujący ryzyko właściwe dla sektora, został oszacowany na 12 %. FMEA obliczyła następnie bardziej ostrożny WACC [ $> 12$ ] % uwzględniając specjalne dodatkowe premie z tytułu ryzyka powiązane z wielkością przedsiębiorstwa i nie płynnym charakterem inwestycji. FMEA przyjął ostatecznie WACC na poziomie [ $> 12$ ] %, aby uwzględnić dodatkowe ryzyko związane z kontekstem poprawy sytuacji przedsiębiorstwa (tj. restrukturyzacji). Wartość przedsiębiorstwa w perspektywie długoterminowej (zwana wartością końcową) jest obliczana na podstawie wyników za 2011 r. FMEA ustalił zatem wartość swoich funduszy własnych grupy Trèves na [15–40] mln EUR.
- (92) Jeżeli chodzi o metodę mnożnika obrotu, mnożnik przyjęty i zastosowany do obrotu z końca 2008 r. wynosił [0–1]. Mnożnik ten odpowiada mnożnikom obserwowanym na rynku w odniesieniu do porównywalnych przedsiębiorstw w momencie transakcji. Należy podkreślić, że wspomniane mnożniki osiągnęły pod koniec 2008 r. i na początku roku 2009 r. historycznie niskie poziomy z powodu kryzysu finansowego i gospodarczego, który miał poważny wpływ na sektor produkcji samochodów i wyposażenia samochodowego (w perspektywie długoterminowej średnia mnożnika obrotu w sektorze dostawców wyposażenia wynosi 0,51). Na podstawie mnożnika [0–1] wartość funduszy własnych przedsiębiorstwa Trèves wynosi [15–40] mln EUR.
- (93) Zatem, chociaż mnożnik [0–1] jest mnożnikiem, który należy uznać za słaby z historycznego punktu widzenia, FMEA przyjął wartość uzyskaną po zastosowaniu tego mnożnika, a nie wartość wynikającą z zastosowania średniego mnożnika w perspektywie długoterminowej lub rozłożonego na kilka lat. Podobnie FMEA nie przyjął wyceny wynikającej z metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Z powyższych uwag wynika, że wycena funduszy własnych przedsiębiorstwa Trèves przed przystąpieniem do inwestycji przez FMEA jest odpowiednia i ostrożna. Mieści się ona w dolnej części przedziału określonego według metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych i mnożników rynkowych. Wycena przeprowadzona w tym kontekście stanowi element korzystny dla inwestora prywatnego, gdyż zwiększa perspektywy zysku w świetle ponownego osiągnięcia średnich historycznych poziomów przez mnożniki stosowane w wycenie.
- (94) Ponadto należy przypomnieć, że inwestycja FMEA nie ogranicza się do wniesienia kapitału w kwocie [5–15] mln EUR dającego mu [ $< 50$ ] % udziałów w grupie Trèves. FMEA wniósł również [40–50] mln EUR w formie instrumentów dłużnych dających dostęp do kapitału (obligacji zamiennych na akcje o dostosowywanym parytecie) przy oprocentowaniu na poziomie [ $> 8$ ] % rocznie. Taka struktura jest strukturą ponadprzeciętną, której wymagałyby inwestor prywatny w sektorze podwykonawców dla producentów samochodów. Występowanie znacznej liczby obligacji zamiennych na akcje o dostosowywanym parytecie, przy zmianie parytetu w zależności od wyników przedsiębiorstwa, stanowi bowiem jeden z najbardziej zachęcających mechanizmów kontroli.
- (95) Mechanizm wprowadzony przez FMEA jest następujący. Obligacje zamienne na akcje o dostosowywanym parytecie można wykupić poprzez emisję nowych akcji przedsiębiorstwa Trèves. Parytet jest ustalany w 2011 r. poprzez osiągnięcie nadwyżki operacyjnej brutto na poziomie [...] %. Jeżeli próg ten zostanie osiągnięty FMEA uzyska [...] % funduszy własnych poprzez wykup obligacji. Jeżeli próg ten nie zostanie osiągnięty, wykup obligacji zapewni FMEA [...] % funduszy własnych. W interesie osób zarządzających wyższego szczebla w przedsiębiorstwie Trèves leży doprowadzenie do osiągnięcia tej nadwyżki operacyjnej brutto [...]. Interesy inwestora finansowego i osób zarządzających-akcjonariuszy są zatem ściśle powiązane, aby zapewnić maksymalną wartość przedsiębiorstwa na etapie wyjściowym.
- Hipotezy uzasadniające wewnętrzną stopę zwrotu na poziomie [ $> 12$  %]
- (96) Zazwyczaj podejście stosowane przez inwestora prywatnego obejmuje ocenę rocznej wewnętrznej stopy zwrotu wygenerowanej przez zakładany projekt inwestycyjny. Aby obliczyć roczną wewnętrzną stopę zwrotu z inwestycji w przedsiębiorstwo, należy ustalić wartość funduszy własnych tego przedsiębiorstwa w momencie, gdy zwrot jest zdyskontowany.
- (97) Jak stwierdzono w motywach 85–87, istnieje wiele metod ustalenia wartości przedsiębiorstwa. Aby ocenić wartość przedsiębiorstwa w 2012 r., kiedy FMEA będzie mógł zbyć swoje udziały<sup>(20)</sup>, FMEA zastosował metodę mnożnika EBITDA. Metoda ta jest często stosowana w sektorze przemysłowym, aby przewidzieć warunki wyjścia inwestora kapitałowego lub quasi kapitałowego. Ponadto obliczając zdyskontowany zwrot na podstawie EBITDA, FMEA opiera się na właściwym środku naprawy przedsiębiorstwa, który ma zostać wdrożony między datą inwestycji (25 maja 2009 r.) a końcem 2011 r. Ponadto przyjmując przewidywaną kwotę EBITDA w 2011 r., a nie wyższą kwotę EBITDA przewidywaną na 2012 r., FMEA przyjął ostrożne podejście polegające na sprawdzeniu, czy naprawa przedsiębiorstwa zostanie przeprowadzona w sposób zadowalający w dość krótkim terminie (nieco więcej niż dwa i pół roku).
- (98) W związku z tym w niniejszym przypadku wewnętrzna stopa zwrotu obliczona przez FMEA opiera się na trzech hipotezach wymienionych w planie restrukturyzacji. Po pierwsze, EBITDA grupy Trèves na koniec 2011 r. powinien osiągnąć poziom 50–80 mln EUR. Po drugie, wartość przedsiębiorstwa Trèves na koniec 2011 r. została ustalona na podstawie mnożnika EBITDA na poziomie [1–6]. Po trzecie, dług netto szacuje się na [50–150] mln EUR na koniec 2011 r. Komisja musi zatem ustalić, czy wspomniane trzy hipotezy można uznać za wiarygodne i realistyczne w momencie dokonania inwestycji przez FMEA.

<sup>(20)</sup> Ewentualne zbycie udziałów przez FMEA w 2012 r. jest hipotezą roboczą w celu oszacowania zwrotu z inwestycji w 2012 r. na podstawie wyników z 2011 r. Zgodnie z umową akcjonariuszy FMEA posiada swobodę zachowania lub zbycia swoich udziałów w [...] pierwszych latach inwestycji. [...] Ponadto bez względu na sytuację, podział zysku z ewentualnego zbycia przedsiębiorstwa jest korzystny dla FMEA (zob. pkt 110 i 111 decyzji).

- (99) Po pierwsze, jeżeli chodzi o wartość EBITDA w 2011 r., należy podkreślić, że prognoza ta opiera się na wdrożeniu planu restrukturyzacji. Jak wyjaśniono w motywie 76 i kolejnych, plan ten można uznać za wiarygodny i realistyczny. Należy zatem przypomnieć, że redukcja kosztów ma zostać osiągnięta przede wszystkim poprzez poprawę wydajności siły roboczej i oszczędności kosztów eksploatacyjnych, w szczególności dzięki [...]. Redukcja kosztów opiera się na istotnym zmniejszeniu zatrudnienia (restrukturyzacja obejmuje łącznie 1 300 osób).
- (100) Po drugie, mnożnik EBITDA ([1-6]) stosowany do ustalenia wartości przedsiębiorstwa odpowiada średniemu mnożnikowi EBITDA w sektorze obliczonemu za okres 2000–2009 ([1-6]) pomniejszonemu o typowe odchylenie zastosowane przez ostrożność w związku z kontekstem poprawy sytuacji przedsiębiorstwa. Mnożnik ten jest nieco wyższy od mnożnika stosowanego w sektorze w momencie dokonania inwestycji (około 4,2). Zastosowanie liczby [1-6] jest jednak wyrazem dostatecznej ostrożności przy wycenie na koniec 2011 r., mając na uwadze przewidywaną poprawę mnożnika, która zaczynała być już widoczna w momencie inwestycji ([1-6] w grudniu 2008 r. w stosunku do [1-6] w maju 2009 r.). Mnożnik ten wydaje się też szczególnie ostrożny w świetle prognoz długoterminowych dla sektora, w których mnożniki mieściły się w przedziale od [1-6] do [1-6].
- (101) Po trzecie, prognozy sporządzone w kwietniu 2009 r. wskazywały poprawę długu netto, który powinien spaść z poziomu [100–200] mln EUR na koniec 2008 r. do poziomu [100–200] mln EUR na koniec 2010 r. (wcześniejsza sytuacja uległa pogorszeniu – kwota długu wzrosła z [100–200] mln EUR na koniec 2005 r. do [100–200] mln EUR na koniec 2008 r.). Mając na uwadze przewidywany łączny poziom EBITDA za okres 2009–2011, brak istotnych dodatkowych kosztów związanych z inwestycjami materialnymi i niematerialnymi i brak dodatkowych rezerw uwzględniających koszty restrukturyzacji, prognoza o zmniejszeniu o [0–30] mln EUR wydaje się ostrożna.
- (102) W świetle powyższych uwag należy stwierdzić, że obliczenie wewnętrznej stopy zwrotu w momencie inwestycji opiera się na racjonalnych hipotezach.
- Dopuszczalność wewnętrznej stopy zwrotu na poziomie [ $> 12\%$ ] i podział zysku
- (103) Jeżeli chodzi o fakt, czy zakładana wewnętrzna stopa zwrotu na poziomie [ $> 12\%$ ] jest dopuszczalna w stosunku do ryzyka związanego z inwestycją, Komisja przedstawiła następujące uwagi.
- (104) Po pierwsze, należy przypomnieć, że z obliczenia dokonanego na podstawie elementów przedstawionych w motywach 97–100 wynika, że rzeczywista wewnętrzna stopa zwrotu wynosi [ $> 15\%$ ]. Kierując się względami bezpieczeństwa i ostrożności, FMEA zastosował jednak obniżkę o [...] % w stosunku do EBITDA oczekiwanego w 2011 r. W konsekwencji wewnętrzna stopa zwrotu na poziomie [ $> 12\%$ ] przyjęta na potrzeby niniejszej analizy jest stopą wynikającą z pesymistycznego scenariusza dotyczącego rozwoju sytuacji przedsiębiorstwa. Jak już stwierdzono wyżej, w scenariuszu podstawowym wewnętrzna stopa zwrotu wynosi [ $> 15\%$ ], natomiast w scenariuszu optymistycznym (kwota EBITDA przekroczonego o [...] %) wewnętrzna stopa zwrotu wynosi około [ $> 20\%$ ].
- (105) Należy zatem przypomnieć, że mając na względzie niepełny charakter operacji, nie można odnieść się do porównywalnych notowanych cen (na przykład pożyczek podporządkowanych) w momencie inwestycji FMEA, aby ocenić, czy prognozowany poziom wewnętrznej stopy zwrotu jest odpowiedni. Natomiast kilka przedstawionych powyżej elementów pozwala ocenić pułap wewnętrznej stopy zwrotu na poziomie [ $> 12\%$ ] przyjętym przez FMEA w maju 2009 r.
- (106) Należy najpierw zauważyć, że zwroty inwestycji odnotowane w sektorze podwykonawców producentów samochodów są często niskie. W ciągu pięciu lat poprzedzających kryzys z drugiej połowy 2008 r. średnia wewnętrzna stopa zwrotu wynosiła 8,5 %<sup>(21)</sup>. Jednakże profesjonalni inwestorzy często inwestowali w ten sektor, mając świadomość potencjalnych zysków związanych z niskim poziomem wyceny przedsiębiorstw z tego sektora [w stosunku do pozostałych sektorów]. Zatem w 2006 r. można było zaobserwować wyjątkowe wewnętrzne stopy zwrotu (przekraczające 20 % rocznie w okresie 3 lat) osiągnięte przez inwestorów, którzy zainwestowali w 2003 r., kiedy dominowały tendencje spadkowe.
- (107) W związku z tym, aby przekroczyć średnie obserwowane zwroty, profesjonalny inwestor musi opierać się na szczególnej znajomości rynku, a tak jest w przypadku FMEA, i przewidzieć taką strukturę udziałów, która pozwoli zoptymalizować dochód, co również ma miejsce w przypadku inwestycji FMEA (zob. uwagi dotyczące struktury inwestycji w motywach 94 i 95, a także podziału zysku w motywach 110 i 111).
- (108) Następnie władze francuskie przedstawiają badanie AFIC (fr. Association Française des Investisseurs en Capital – Francuskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych), w którym przeanalizowano zmiany wyników w sektorze inwestycji kapitałowych we Francji. Badanie opiera się na danych przekazanych przez ponad 120 struktur zarządzających ponad 500 funduszami inwestycyjnymi. Prace AFIC wskazują na wynik netto w przedziale od 14,1 % na koniec 2007 r. do 10,8 % na koniec 2008 r. (data najbardziej zbliżona do daty inwestycji FMEA) w przypadku „kapitału na rozwój”. Kapitał na rozwój jest częścią sektora inwestycji kapitałowych istotną z punktu widzenia polityki inwestycyjnej FMEA (udziały większościowe i zastrzyk gotówki). Po uwzględnieniu kosztów wynagrodzenia dla spółki zarządzającej, szacowanych maksymalnie na [...], docelowa wewnętrzna stopa zwrotu, którą należy osiągnąć, aby uzyskać rynkowe wyniki, wynosi 12–15 %.

<sup>(21)</sup> Wycena ta zastała przeprowadzona na podstawie znaczącego wskaźnika kursów giełdowych najważniejszych producentów wyposażenia samochodowego. Jeżeli uwzględni się kryzys, średnia wewnętrzna stopa zwrotu w pięciu latach poprzedzających dzień 1 grudnia 2009 r. spadła do 4,7 %.

- (109) Ponadto parametry dostępne w momencie inwestycji pozwalają ustalić średni ważony koszt kapitału (WACC) określony na podstawie CAPM<sup>(22)</sup> i dostosowany do sektora motoryzacyjnego we Francji, obejmujący specjalne dodatkowe premie z tytułu ryzyka powiązane z wielkością przedsiębiorstwa Trèves i nie płynnym charakterem inwestycji. Mając na względzie te dodatkowe elementy związane z premią z tytułu ryzyka, odpowiedni WACC w momencie inwestycji szacuje się na [ $> 12$ ] %, przy czym został on zwiększony przez FMEA do [ $> 12$ ] % (zob. motyw 91). Należy przypomnieć, że WACC jest minimalnym wskaźnikiem zwrotu wymaganym przez podmioty zapewniające fundusze przedsiębiorstwu (akcjonariuszy i wierzycieli) do finansowania projektów inwestycyjnych. Obliczony dla przedsiębiorstwa Trèves WACC stanowi zatem istotną informację odnośnie do dopuszczalności pułapu wewnętrznej stopy zwrotu na poziomie [ $> 12$ ] %<sup>(23)</sup>.
- (110) Ponadto należy podkreślić, że zysk przedsiębiorstwa Trèves nie zostanie podzielony między FMEA i dotychczasowego akcjonariusza według ich odpowiednich udziałów w kapitale przedsiębiorstwa. Otóż przy założeniu wycofania w [...] umowa między akcjonariuszami przewiduje, że pierwsze [...] mln EUR wartości przedsiębiorstwa zostanie przyznanych w całości FMEA (pierwsza transza). Następnie kwota uzyskana w wyniku zbycia mieszcząca się w przedziale od [...] mln EUR do kwoty odpowiadającej kwocie inwestycji FMEA skapitalizowanej według stopy [...] % rocznie zostanie podzielona między FMEA [...] % a dotychczasowych akcjonariuszy [...] % (druga transza). Na koniec FMEA otrzyma [...] % kwotę uzyskaną w wyniku zbycia powyżej tego prognozy, a dotychczasowi akcjonariusze – [...] %.
- (111) Takie porozumienie o podziale zysku chroni FMEA. FMEA otrzymuje bowiem ważną gwarancję, że wewnętrzna stopa zwrotu z jego inwestycji na poziomie [ $> 12$ ] % zostanie szybko osiągnięta (wskaźnik ten odpowiada kwocie WACC przedsiębiorstwa Trèves przedstawionej powyżej). Następnie umowa wyraźnie zachęca dotychczasowych akcjonariuszy i osoby zarządzające przedsiębiorstwem do osiągnięcia, a nawet przekroczenia celów planu restrukturyzacji, na podstawie którego wewnętrzna stopa zwrotu FMEA ma wynosić [ $> 12$ ] %, [ $> 15$ ] % lub [ $> 20$ ] % w zależności od przyjętego scenariusza.
- (112) W związku z tym z powyższych uwag wynika, że prognozowana wewnętrzna stopa zwrotu na poziomie [ $> 12$ ] % była racjonalna w momencie inwestycji i dopuszczalna z punktu widzenia ryzyka wiążącego się z inwestycją.

#### Wniosek dotyczący kryterium korzyści

- (113) Po przeanalizowaniu planu restrukturyzacji przedsiębiorstwa Trèves, jego wyceny przed inwestycją FMEA, struktury inwestycji, założeń dotyczących wewnętrznej stopy zwrotu na poziomie [ $> 12$ ] %, właściwego charakteru poziomu tego zwrotu, zwłaszcza w świetle przewidzianej umowy między akcjonariuszami w sprawie podziału zysku, należy stwierdzić, że FMEA działał w warunkach podobnych do warunków, których wymagałby inwestor prywatny, którego inwestycja wiąże się z ryzykiem dotyczącym zarówno sytuacji sektora motoryzacyjnego w momencie inwestycji, jak i sytuacji przedsiębiorstwa doświadczającego pewnych trudności finansowych. Innymi słowy inwestycja FMEA w kwocie 55 mln EUR jest zgodna z testem inwestora prywatnego. Nie stanowi ona zatem korzyści dla przedsiębiorstwa Trèves.

#### V.1.2. Plan zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne

- (114) Administracja francuska wyraziła zgodę na plan zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne w kwocie 18,4 mln EUR. Jeżeli chodzi o ten środek, Komisja zamierza najpierw zbadać kryterium korzyści.

#### K o r z y ś ć

- (115) Zgodnie z orzecznictwem i praktyką podejmowania decyzji przez Komisję zgoda na zmianę harmonogramu spłaty długu przez wierzyciela publicznego nie stanowi pomocy państwa, jeżeli jego zachowanie można porównać do zachowania wierzyciela prywatnego, który „dąży do odzyskania należnych mu kwot i zawiera w tym celu umowy z dłużnikiem, na podstawie których łączna kwota długu zostaje rozłożona na raty lub podzielona w celu ułatwienia spłaty”<sup>(24)</sup>.
- (116) Plan zmiany harmonogramu spłaty zaległości stanowi dla wierzycieli publicznych przedsiębiorstwa Trèves lepsze rozwiązanie niż postępowanie egzekucyjne. W przypadku postępowania egzekucyjnego wierzyciele publiczni odzyskaliby jedynie część wierzytelności nieuprzywilejowanych, mając na uwadze ogólne zadłużenie przedsiębiorstwa. Natomiast w związku z wyrażeniem zgody na zmianę harmonogramu spłat zaległości ustanowiono hipoteki z pierwszeństwem zaspokojenia [...] (art. [...] protokołu pojednawczego z dnia 25 maja 2009 r.) w celu zabezpieczenia zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne. Aktywa te zostały ujęte w załączniku 7 do protokołu. Na dzień 31 grudnia 2008 r. ich wartość księgowa netto wynosiła [25–35] mln EUR. Kwota zabezpieczeń ustanowionych na rzecz wierzycieli publicznych obejmuje ponad 140 % kwoty wierzytelności, na którą składają się kwota główna (18,4 mln EUR), kary za zwłokę i odsetki za zwłokę (zob. motyw 117).

<sup>(22)</sup> Model wyceny aktywów finansowych (ang. *capital asset pricing model*).

<sup>(23)</sup> WACC obliczony na podstawie kosztu długu na poziomie [0–10] % i kosztu funduszy własnych na poziomie [10–20] %. Mając na uwadze strukturę inwestycji FMEA (wkład kapitałowy i obligacje zamienne), preferowanie kosztu długu i kosztu funduszy własnych przy ocenie tej inwestycji byłoby niewłaściwe. Zauważa się na przykład, że preferowana jest wierzytelność FMEA z tytułu obligacji zamiennych na akcje o dostosowywanym parytecie (przywilej „new money”). Ponadto jeżeli chodzi o nowy kredyt w kwocie [10–30] mln EUR udzielony przez banki, FMEA wynegocjował w odniesieniu do obligacji zamiennych na akcje o dostosowywanym parytecie pozycję „*pari passu*” dla znacznej kwoty tego kredytu pokrywającej transzę [10–20] mln EUR. Poziom WACC wydaje się zatem najlepszym wskaźnikiem. Niemniej jednak należy zauważyć, że koszt funduszy własnych na poziomie [10–20] %, którego i tak nie można przyjąć jako takiego ze względów podanych wyżej, jest niższy od wewnętrznej stopy zwrotu na poziomie [ $> 15$ ] % oczekiwanej w scenariuszu podstawowym, co daje zwrot wymagany przez FMEA.

<sup>(24)</sup> Wyrok Trybunału z dnia 29 kwietnia 1999 r. w sprawie C-342/96, Hiszpania przeciwko Komisji, Rec., s. I-2459.

- (117) Ponadto wierzyciele publiczni przedsiębiorstwa Trèves otrzymują odsetki. Kwota 18,4 mln EUR została powiększona o kary za zwłokę w wysokości [1–2] mln EUR i odsetki za zwłokę w wysokości [1–2] mln EUR, a całość ma być zwrócona w okresie od [...] do [...] w ratach wynoszących [...] EUR. Dodatkowa kwota kar i odsetek za zwłokę wynosi [2–4] mln EUR, tj. [10–20] % kwoty głównej, co daje stopę odsetek w skali roku na poziomie [0–10] % przez średni ważony czas trwania zmienionego harmonogramu spłaty. Stopa ta od początku była większa niż stopy oprocentowania pożyczek dla przedsiębiorstwa Trèves uzgodnione przez instytucje finansowe w ramach protokołu pojednawczego z dnia 25 maja 2009 r. zarówno w przypadku nowego kredytu, jak i pożyczki konsolidacyjnej <sup>(25)</sup>.
- (118) W tym względzie należy podkreślić również, że zaangażowanie wierzycieli publicznych nastąpiło równocześnie z istotnym zaangażowaniem banków (pożyczka konsolidacyjna w kwocie [30–60] mln EUR i nowy kredyt na kwotę [10–30] mln). Ponadto protokół pojednawczy wyraźnie stanowi, że gwarancje udzielone bankom są zaspokajane w drugiej kolejności [...], co oznacza, że ci wierzyciele nie mogą uruchomić żadnej gwarancji, dopóki wszyscy wierzyciele publiczni zaspokajani w pierwszej kolejności nie otrzymają pełnej kwoty wierzytelności.
- (119) Dodatkowo grupie Trèves nie przyznano żadnego umorzenia długu z tytułu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne.
- (120) Ponadto władze francuskie potwierdziły, że obecny plan zmiany harmonogramu spłaty nie stanowi przedłużenia ani zmiany poprzedniego planu.
- (121) W związku z tym z powyższych uwag wynika, że władze francuskie udzieliły zgody na plan zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne na podstawie uznanych za wiarygodne założeń, na których opiera się plan restrukturyzacji (zob. sekcja V), a zgodę te obwarowały warunkami dopuszczalnymi dla wierzyciela prywatnego działającego w takich samych warunkach.

## V.2. Wniosek dotyczący oceny występowania pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE

- (122) Z uwag przedstawionych w sekcji V.1 wynika, że grupa Trèves nie czerpie korzyści ani z inwestycji FMEA w kwocie 55 mln EUR, ani z planu zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne w kwocie 18,4 mln EUR. W związku z tym wspomniane środki nie stanowią pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.

## VI. WNIOSEK OGÓLNY

- (123) Po przeprowadzeniu szczegółowej analizy przedmiotowych środków Komisja stwierdza, że nie stanowią one pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE,

PRZYJMUJE NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

### Artykuł 1

Dwa środki podjęte przez Republikę Francuską wobec przedsiębiorstwa Trèves, obejmujące inwestycję Fonds de Modernisation des Equipementiers Automobiles (FMEA; Fundusz na rzecz Modernizacji Dostawców Części Samochodowych) w wysokości 55 mln EUR oraz plan zmiany harmonogramu spłat zaległości w opłacaniu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne w kwocie 18,4 mln EUR, nie stanowią pomocy w rozumieniu art. 107 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

### Artykuł 2

Niniejsza decyzja skierowana jest do Republiki Francuskiej.

Sporządzono w Brukseli dnia 20 kwietnia 2011 r.

W imieniu Komisji  
Joaquín ALMUNIA  
Wiceprzewodniczący

<sup>(25)</sup> Stopy te uwzględniają jednak marżę wyznaczoną na podstawie stóp EURIBOR, które są stopami zmiennymi. Porównanie ze stopą stałą na poziomie [0–10] % nie jest więc całkowicie uzasadnione, nawet jeżeli od dnia 25 marca 2009 r. stopy przyznane przez banki nigdy nie przekroczyły [0–10] %.