DECISÕES

DECISÃO (UE) 2019/1144 DA COMISSÃO

de 17 de dezembro de 2018

sobre os auxílios estatais SA.36086 (2016/C) (ex 2016/NN) executados pela Roménia a favor da Oltchim SA

[notificada com o número C(2018) 8592]

(Apenas faz fé o texto em língua romena)

(Texto relevante para efeitos do EEE)

A COMISSÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, nomeadamente o artigo 108.º, n.º 2, primeiro parágrafo,

Tendo em conta o Acordo sobre o Espaço Económico Europeu, nomeadamente o artigo 62.º, n.º 1, alínea a),

Após ter convidado as partes interessadas a apresentar as suas observações em conformidade com as disposições supracitadas ([1]) e tendo em conta essas observações,

Considerando o seguinte:

1. **PROCEDIMENTO**

(1) Em 17 de julho de 2009, as autoridades romenas notificaram a Comissão do projeto de conversão da dívida pública da Oltchim S.A. («Oltchim») em capital. Em 7 de março de 2012, pela Decisão 2013/246/UE da Comissão ([2]) no âmbito do processo SA.29041 — *Medidas de apoio a favor da empresa Oltchim SA Râmnicu Vâlcea* («Decisão da Comissão de 2012»), a Comissão concluiu que a conversão da dívida de 1 049 milhões de RON (231 milhões de EUR) não envolvia um auxílio estatal. Essa conclusão baseou-se no firme compromisso do Governo romeno de privatizar integralmente a Oltchim, incluindo a totalidade das participações que cabem às autoridades públicas depois da conversão da dívida.

(2) Após a tentativa fracassada de privatizar a Oltchim, as autoridades romenas iniciaram contactos com a Comissão, em outubro de 2012, para preparar a notificação formal de um auxílio de emergência à Oltchim (registado sob o número SA.35558).

(3) Em novembro de 2012, a imprensa anunciou que as autoridades romenas tinham celebrado um acordo com os bancos credores da Oltchim para o financiamento do recomeço da produção da Oltchim. Neste contexto, a Comissão decidiu abrir um processo oficioso registado como SA.36086 e, por carta de 18 de janeiro de 2013, solicitou à Roménia que fornecesse informações. A Roménia respondeu a este pedido em 7 de fevereiro de 2013. A Comissão solicitou informações adicionais em 18 de fevereiro de 2013, a que a Roménia respondeu em 11 de março de 2013. A Roménia forneceu informações adicionais numa reunião de junho de 2013 e por carta de 25 de setembro de 2013.

(4) Por cartas de 5 de agosto de 2014, 16 de outubro de 2014 e 3 de março de 2015, a Comissão solicitou informações adicionais, a que a Roménia respondeu, respetivamente, em 15 de setembro de 2014, 26 de novembro de 2014, 26 de março de 2015 e 16 de abril de 2015. Em 11 de março de 2015, a Comissão

([1]) JO C 284 de 5.8.2016, p. 7.
([2]) Decisão 2013/246/UE da Comissão, de 7 de março de 2012, relativa ao auxílio estatal n.o SA.29041 (C 28/2009, ex N 433/2009) Medidas de apoio a favor da empresa Oltchim SA Râmnicu Vâlcea (JO L 148 de 1.6.2013, p. 33).

solicitou informações adicionais, que a Roménia forneceu numa reunião em 26 de maio de 2015 e por cartas de 10 de junho de 2015 e 25 de junho de 2015. Em 3 de setembro de 2015, a Comissão solicitou informações adicionais, que a Roménia facultou em 10 de setembro de 2015. A Roménia também prestou informações de forma espontânea em 22 de outubro de 2015 e solicitou reuniões, que se realizaram em 23 de outubro de 2015 e 22 de janeiro de 2016.

(5) Por carta datada de 8 de abril de 2016, a Comissão informou a Roménia da sua decisão de dar início ao procedimento previsto no artigo 108.º, n.º 2, do TFUE no âmbito do processo SA.36086. A decisão de início do procedimento foi publicada no *Jornal Oficial da União Europeia* ([3]). A Comissão convidou as partes interessadas a apresentarem as suas observações relativamente ao auxílio.

(6) A Comissão recebeu as observações iniciais da Roménia (15 de junho de 2016) e de quatro partes interessadas. As observações dos terceiros interessados foram transmitidas à Roménia, a quem foi dada a possibilidade de sobre elas se pronunciar; as suas observações foram recebidas por carta de 28 de novembro de 2016.

(7) Por carta de 29 de julho de 2016, a Roménia propôs uma alteração ao processo de venda da Oltchim, a fim de levar a cabo a descontinuidade económica. As autoridades romenas forneceram informações adicionais (em 14 de setembro de 2016, 4 de novembro de 2016 e 5 de dezembro de 2016) e alteraram os termos do processo de venda inicial.

(8) Na sequência das conversações *supra*, a empresa de consultoria AT Kearney, na qualidade de representante da Oltchim («vendedor»), apresentou relatórios sucessivos sobre o progresso da venda dos ativos da Oltchim em 27 de janeiro de 2017, 4 de abril de 2017, 25 de julho de 2017, 15 de setembro de 2017, 21 de novembro de 2017, 18 de janeiro de 2018 e 16 de julho de 2018. ([4])

(9) Durante o processo de venda, vários terceiros intervieram, e as autoridades romenas apresentaram observações sobre cada uma dessas intervenções.

(10) Em 26 de janeiro de 2018, foi enviado um pedido adicional de informações à Roménia, ao qual esta respondeu em 16 de maio de 2018.

2. **CONTEXTO**

2.1. **Beneficiário**

(11) A Oltchim é uma das maiores empresas petroquímicas da Roménia e do Sudeste Europeu. O Estado romeno (atualmente através do Ministério da Economia) detém uma participação maioritária de 54,8 % na empresa.

(12) A Oltchim produz principalmente soda cáustica líquida, polióis de óxido de propileno, plastificantes e oxo--álcoois. A Oltchim é o maior produtor de soda cáustica líquida no mercado europeu (quota de mercado da UE de 41 % em 2015), o único produtor de esferas de soda cáustica na Europa Central, bem como o único produtor de policloreto de vinilo e poliéteres na Roménia e o terceiro maior na Europa. A Oltchim exporta mais de 74 % da sua produção para países europeus e para fora da Europa ([5]).

(13) A Oltchim é o principal empregador industrial em Vâlcea, uma região da Roménia assistida ao abrigo do artigo 107.º, n.º 3, alínea a), do TFUE. Em 2015, a Oltchim empregava 2 208 pessoas, 1 982 das quais na unidade de Râmnicu Vâlcea e 226 na unidade de Pitești — Unidade Petroquímica de Bradu.

([3]) Ver nota de rodapé 1.

([4]) Foi apresentado à DG Concorrência um conjunto de sete relatórios sobre a estrutura e o processo de venda dos ativos da Oltchim, sendo que cada um deles dizia respeito a diferentes períodos do processo de venda, conforme se segue: «Primeiro Relatório» (julho de 2016 - 23 de janeiro de 2017); «Segundo Relatório» (23 de janeiro - 30 de março de 2017); «Terceiro Relatório» (30 de março - 21 de julho de 2017); «Quarto Relatório» (21 de julho - 15 de setembro de 2017); «Quinto Relatório» (16 de setembro - 17 de novembro de 2017); «Sexto Relatório» (17 de novembro de 2017 - 18 de janeiro de 2018); e «Sétimo Relatório» (18 de janeiro - 16 de julho de 2018).

([5]) Dados apresentados pela Roménia em 23 de outubro de 2015.

2.2. **Factos**

2.2.1. *Dívida pública da Oltchim e tentativas fracassadas de privatização (1995-2011)*

(14) A Oltchim tem uma longa história de dificuldades económicas. Durante o período de 1995-2000, contraiu uma série de empréstimos comerciais com garantias estatais. A Oltchim não conseguiu reembolsar os empréstimos e os bancos acionaram as garantias estatais. Em 2002, o Ministério das Finanças transferiu a dívida da Oltchim decorrente das garantias estatais para a agência romena para a privatização («AAAS» ([6])). O Ministério das Finanças continuou a efetuar pagamentos por conta das garantias estatais até dezembro de 2006 e transferiu novamente para a AAAS todos os créditos resultantes dos pagamentos subsequentes, efetuados com base nas garantias ativadas.

(15) Ao longo do período de 2007-2012, a situação financeira da Oltchim deteriorou-se, indicando um défice de exploração crescente, um défice acumulado e fundos próprios negativos. Em 31 de dezembro de 2012 (antes de entrar em insolvência), as contas financeiras da Oltchim indicavam um défice de exploração de 62,9 milhões de EUR, um défice líquido de 127,8 milhões de EUR e um défice acumulado de 383 milhões de EUR.

(16) A Roménia efetuou várias tentativas de privatizar a Oltchim (em 2001, 2003, 2006, 2007 e 2008), mas todas fracassaram.

(17) Em 2001, em particular, o Estado negociou e assinou com a sociedade mineira canadiana Exall Resources a venda de um pacote de ações de 53,2 %. Não tendo o comprador conseguido pagar o valor das ações (10 milhões de USD, aproximadamente 8,9 milhões de EUR ([7])) nem garantir os investimentos tecnológicos e ambientais prometidos, o acordo acabou por não se realizar ([8]). Em 2002, o Estado decidiu realizar outro concurso para tentar novamente a privatização, optando pela conversão da dívida da AVAS (antecessora da AAAS) em capital. No entanto, o prazo para a apresentação de propostas foi adiado duas vezes e, dada a oposição de um potencial investidor e de acionistas minoritários, inclusivamente mediante ações judiciais, a oferta foi revogada em 2003 ([9]). Posteriormente, após a revogação, em 2006, da conversão da dívida originalmente aprovada em 2003, as autoridades romenas tentaram novamente privatizar a Oltchim juntamente com a dívida em 2006 e 2008. No entanto, de acordo com as autoridades romenas, nenhum investidor se interessou em comprar a Oltchim naquelas condições ([10]).

2.2.2. *Decisão da Comissão de 2012*

(18) Mediante a Decisão da Comissão de 2012, a Comissão decidiu que o projeto de conversão da dívida à AAAS em capital de 1 049 milhões de RON ([11]) (cerca de 231 milhões de EUR) não envolveu um auxílio estatal. A decisão baseou-se no firme compromisso da Roménia de privatizar totalmente a parte pública resultante da conversão da dívida, o mais tardar, até ao final de maio de 2012, conforme expresso em duas cartas dos respetivos primeiros-ministros em funções na altura ([12]).

(19) A Comissão chegou a esta conclusão após ter avaliado em pormenor os relatórios elaborados por consultores independentes ([13]) e apresentados pelas autoridades romenas no decurso do processo. Nesses relatórios, eram comparadas as receitas de uma liquidação da Oltchim com as receitas de uma privatização. No cenário de liquidação, o valor dos ativos da Oltchim foi estimado em 692 055 000 RON (152,2 milhões de EUR), incluindo 264 119 000 RON para ativos dados em garantia e 427 936 000 RON para ativos que não foram dados em garantia ([14]).

([6]) Naquela altura, a dívida foi transferida para a agência romena AVAB (Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Bancare — Autoridade para a Recuperação dos Ativos Bancários), a qual, em maio de 2004, se fundiu com a agência de privatização APAPS (Autoritatea pentru Privatizare și Administrarea Participațiilor Statului — Autoridade para a Privatização e Administração dos Ativos do Estado) e que passou a ser denominada AVAS (Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului — Autoridade para a Valorização dos Ativos do Estado) e, posteriormente denominada AAAS (Autoridade de Gestão dos Ativos do Estado) em dezembro de 2012.

([7]) A taxa de câmbio média entre EUR e USD em 2001 era de 1 EUR = 0,89 USD.

([8]) Consultar o artigo disponível em: http://www.zf.ro/companii/inca-o-privatizare-esuata-2994230

([9]) Consultar o artigo disponível em: http://www.zf.ro/companii/apaps-o-ia-de-la-capat-in-povestea-de-privatizare-a-oltchim-2969252

([10]) Ver o considerando 28 e seguintes da Decisão da Comissão, de 15 de setembro de 2009, que dá início a um procedimento de investigação relativo às medidas de apoio a favor da Oltchim SA Râmnicu Vâlcea, disponível em: http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/233028/233028_1337483_956_3.pdf

([11]) 538 milhões de RON de dívida e 511 milhões de RON de juros cobrados de 1 de janeiro de 2007 a 31 de dezembro de 2011.

([12]) Por carta de 21 de outubro de 2011, o primeiro-ministro romeno, Emil Boc, transmitiu o firme compromisso do Governo romeno de privatizar integralmente a Oltchim, incluindo a totalidade das participações que cabem às autoridades públicas depois da conversão da dívida. O anúncio da privatização seria feito no final de março de 2012 e a privatização seria celebrada no final de maio de 2012. O novo primeiro-ministro romeno, Mihai-Răzvan Ungureanu, reiterou esses compromissos por carta de 16 de fevereiro de 2012.

([13]) Relatório da Raiffeisen sobre a liquidação, de fevereiro de 2011 (atualizado em outubro de 2011) («relatório da Raiffeisen de 2011»), e relatório de avaliação da Romcontrol SA București de março de 2011.

([14]) Relatório da Raiffeisen de 2011 (fevereiro), quadro nas páginas 16 e 17.

(20) Segundo o relatório da Raiffeisen de 2011, no cenário de liquidação, a AAAS receberia cerca de 105,4 milhões de RON (aproximadamente 23 milhões de EUR), o que representa 12 % do seu crédito total.

(21) Este montante foi comparado com o valor do crédito da AAAS num cenário de conversão da dívida seguida de privatização. Neste caso, em função do método utilizado para estimar o valor da empresa, o valor de mercado da Oltchim foi estimado entre 28 milhões e 97 milhões de EUR. Na sequência da conversão da sua dívida em capital e da posterior privatização, a AAAS obteria entre 22,9 milhões e 79,5 milhões de EUR ([15]).

(22) Com base nesta comparação, a Comissão concluiu que: «se a empresa for integralmente privatizada a curto prazo depois da conversão da dívida, a medida notificada (conversão da dívida seguida de uma privatização integral) não confere qualquer benefício à empresa Oltchim, uma vez que permite ao credor público AVAS [AAAS] recuperar mais do que se optasse pela liquidação da empresa. Neste contexto, a Comissão toma nota do firme compromisso assumido pelas autoridades romenas de privatizar integralmente a empresa até ao final de maio de 2012» ([16]).

(23) Porém, a Oltchim não levou a cabo a conversão da dívida à AAAS em capital conforme aprovado pela Decisão da Comissão de 2012. A produção foi suspensa em agosto de 2012, depois de o principal fornecedor de eletricidade da Oltchim, a Electrica S.A. («Electrica»), se ter recusado a prestar serviços sem ser pago.

(24) Logo após a Oltchim ter cessado a atividade, as autoridades romenas começaram a anunciar publicamente, de forma clara, que estavam dispostas a fazer todos os possíveis para salvar a Oltchim. Apenas alguns dias antes da data de privatização, o ministro da Economia romeno em funções na altura indicou que o recomeço da produção da Oltchim ocorreria no prazo de duas a quatro semanas. Afirmou que tinha estado «em conversações com a administração do complexo, que tem um plano para o relançamento das instalações» ([17]).

(25) Em 22 de setembro de 2012, o processo de privatização fracassou, ficando pendentes alguns processos nos tribunais nacionais relacionados com a privatização ([18]).

2.2.3. *Situação da Oltchim após o fracasso da privatização em 22 de setembro de 2012*

(26) Após o fracasso da privatização, a situação financeira da Oltchim, já deteriorada, agravou-se. Logo após esse insucesso, as autoridades romenas reiteraram que estavam dispostas a fazer tudo o que fosse necessário para salvar a Oltchim ([19]).

(27) Em 1 de outubro de 2012, foi planeada uma nova estratégia para a preparação da atividade da Oltchim, que incluía um apoio financeiro na forma de auxílios de emergência. Num artigo publicado naquela altura, o primeiro-ministro romeno explicou que o processo de privatização havia fracassado e acrescentou que «[era] necessário explicar agora o plano de reserva para retomar as atividades, preservar postos de trabalho e preparar um novo processo de privatização, em condições muito diferentes e bem melhores». ([20]) Neste contexto, o primeiro-ministro anunciou um futuro acordo com vários credores para salvar a empresa: «O plano de recomeço da Oltchim, que será apresentado na quinta-feira, indicará as medidas para a unidade de Vâlcea […] o ministro da Economia, do Comércio e do Ambiente Empresarial […] e o ministro das Finanças encetarão oficialmente as conversações com os principais credores, a saber, a AVAS, a Electrica, bem como o BCR, o Banca Transilvania e o CEC, os três principais bancos credores. Em conjunto, iremos apresentar nesta quinta-feira o plano de relançamento da Oltchim, que estabelece claramente as medidas necessárias para constituir uma nova administração na Oltchim e financiar o recomeço da produção, o período da atividade, o pagamento dos salários devidos e a preparação para a privatização, que se concretizará, muito provavelmente, durante 2013 em condições diferentes das atuais» ([21]).

([15]) Ver o quadro 7 da Decisão da Comissão de 2012.
([16]) Decisão da Comissão de 2012, ponto 153.
([17]) Ver, por exemplo, o artigo de 19 de setembro de 2012, disponível em http://economie.hotnews.ro/stiri-companii-13255610-ministrul-economiei-daniel-chitoiu-din-informatiile-noastre-deja-mai-multi-investitori-interesati-depuna-ofertele-pentru-combinat-firme-din-vest.htm?nomobile
([18]) Ver a resposta da Roménia ao facto de a Comissão ter dado início à investigação, apresentada em 15 de junho de 2016, ponto 64.
([19]) Ver, por exemplo: http://www.bursa.ro/oltchim-a-incheiat-cu-pierderi-de-396-milioane-lei-195247&s=companii_afaceri&articol=195247.html; http://www.bursa.ro/memorandum-pentru-finantarea-oltchim-190490&s=piata_de_capital&articol=190490.html; http://www.sitevechi.impactreal.ro/2012111813712/Ministerul-Economiei-va-aplica-un-program-de-restructurare-a-Oltchim-in-vederea-privatizarii.html; http://www.ziare.com/social/angajati/salariatii-de-la-oltchim-au-renuntat-la-pichetarea-ministerului-economiei-1201772
([20]) Ver o artigo de 1 de outubro de 2012, disponível em: https://www1.agerpres.ro/politica/2012/10/01/victor-ponta-am-cerut-ca-abordarea-fata-de-oltchim-sa-fie-complet-schimbata-joi-vom-prezenta-planul-de-relansare-21-19-23
([21]) Ver o artigo de 1 de outubro de 2012, disponível em: https://www1.agerpres.ro/politica/2012/10/01/victor-ponta-am-cerut-ca-abordarea-fata-de-oltchim-sa-fie-complet-schimbata-joi-vom-prezenta-planul-de-relansare-21-19-23

(28) Em 17 de outubro de 2012, o Secretário de Estado do Ministério da Economia declarou à imprensa que estava prevista a reabertura de algumas partes da Oltchim dentro de alguns dias e que o Governo romeno pretendia conceder um auxílio estatal de 20 milhões de EUR à Oltchim ([22]).

(29) Em 24 de outubro de 2012, a Oltchim conseguiu recomeçar a sua produção graças à alteração das condições de comercialização concedidas à Oltchim por dois fornecedores públicos (a CET Govora e a Salrom, a empresa nacional do sal) ([23]):

— A CET Govora assinou um novo contrato de eletricidade com a Oltchim em 15 de setembro de 2012 e depois concordou em aumentar o fornecimento de energia elétrica (inicialmente a partir de 25 de outubro de 2012 e, depois, a aprtir de 12 de novembro de 2012); posteriormente concordou em continuar o fornecimento a partir de 1 de janeiro de 2013. Estas alterações à relação contratual com a Oltchim parecem ter sido efetuadas durante a execução de várias decisões ([24]) emitidas pelo Conselho Distrital de Vâlcea, para assegurar o fornecimento de energia elétrica à Oltchim.

— A empresa nacional do sal, a Salrom, concordou com o adiamento dos pagamentos pelos fornecimentos por si efetuados.

(30) Em 15 de novembro de 2012, o ministro da Economia emitiu declarações à imprensa sobre o empenhamento do Governo em manter a Oltchim a funcionar: «A ideia de insolvência é imediatamente posta de lado se houver um acordo com os principais credores. Esta é a razão pela qual celebrámos um acordo de reestruturação controlada com os maiores credores da Oltchim, para não acordarmos amanhã com os maiores credores — bancos, credores privados, comerciantes e fornecedores de matérias-primas — a exigirem a insolvência da Oltchim. Com este acordo, pretendemos recomeçar, auxiliar e reestruturar a Oltchim de forma controlada, com o acordo dos credores» ([25]).

(31) Em 23 de novembro de 2012, o Ministério das Finanças, o Ministério dos Assuntos Económicos, o Ministério dos Transportes e das Infraestruturas, a AAAS e a OPSPI ([26]) assinaram um Memorando de Entendimento («Memorando») com os credores da Oltchim, a saber, vários bancos privados e públicos, bem como empresas públicas, nomeadamente a Electrica, a Salrom e a CFR Marfă SA. As partes do Memorando concordaram em que o Ministério da Economia e a OPSPI registariam uma entidade instrumental (Special Purpose Vehicle — SPV) sem dívidas e com capital integralmente público (Oltchim SPV), o mais tardar, até 1 de janeiro de 2013, para que os bancos pudessem conceder, de forma segura, o apoio financeiro necessário para o recomeço da produção na Oltchim. A este respeito, no Despacho de Urgência do Governo n.º 59/2012, o Governo instruiu o Ministério dos Assuntos Económicos a iniciar procedimentos legais para constituir uma empresa SPV.

(32) No entanto, embora o Memorando e os seus objetivos se mantivessem, o Ministério dos Assuntos Económicos abandonou temporariamente os planos de constituir, a curto prazo, uma entidade SPV da Oltchim. Em vez disso, a Oltchim, a seu pedido, entrou em processo de insolvência ao abrigo da Lei n.º 85/2006 («Lei da Insolvência») em 30 de janeiro de 2013.

2.2.4. *Processo de insolvência da Oltchim a partir de 30 de janeiro de 2013*

2.2.4.1. Quadro jurídico: Lei da Insolvência romena

(33) A Lei da Insolvência prevê um procedimento coletivo para cobrir as dívidas de um devedor em situação de insolvência.

(34) Quando uma empresa entra num procedimento de insolência coletivo, o poder decisório sobre as atividades administrativas dessa empresa é transferido dos acionistas para um administrador especial, que deve agir no melhor interesse da empresa ([27]). Após perder o direito a administrar, a empresa passa a ser representada e gerida por um administrador/liquidador nomeado por um tribunal, consoante a opção escolhida. O mandato do administrador especial reduz-se então à representação do melhor interesse dos acionistas.

([22]) Ver, por exemplo, o artigo de 17 de outubro de 2012, disponível em: http://economie.hotnews.ro/stiri-companii-13431372-daniel-chitoiu-spune-luni-reporni-productia-una-dintre-sectiile-oltchim.htm
([23]) Observações da Roménia de 11 de março de 2013 e 7 de fevereiro de 2013.
([24]) Decisão n.º 27, de 31 de agosto de 2012, Decisão n.º 58, de 31 de outubro de 2012, Decisão n.º 61, de 16 de novembro de 2012, Decisão n.º 86, de 28 de dezembro de 2012.
([25]) Ver o artigo disponível em: http://economie.hotnews.ro/stiri-companii-13622312-exclusiv-daniel-chitoiu-compania-oltchim-pregatita-pentru-noua-privatizare-urma-aplicarii-unui-plan-restructurare-care-presupune-externalizarea-unor-activitati-servicii-conexe.htm
([26]) Serviço das Participações do Estado e da Privatização da Indústria (*Oficiului Participatorilor Statului si Privatizării in Industrie*).
([27]) Artigo 18.º da Lei da Insolvência.

(35) A assembleia geral dos acionistas da empresa nomeia o administrador especial, que tem de ser aprovado pelo tribunal («administrador nomeado pelo tribunal») No prazo estabelecido pelo juiz síndico (um juiz com poderes especiais em processos de falência e insolvência), o administrador ou liquidador nomeado pelo tribunal deve elaborar e apresentar ao juiz síndico um relatório sobre as razões e as circunstâncias que levaram à insolvência do devedor ([28]). O relatório deve especificar se é possível reestruturar a atividade do devedor e, caso não o seja, deve justificar essa impossibilidade. Neste último caso, o administrador nomeado pelo tribunal deve propor um processo de falência. Se o administrador nomeado pelo tribunal indicar que é possível recuperar a atividade do devedor com base num plano de reestruturação judicial («Plano de Reestruturação» ou «Plano»), deve especificar quem elaborará esse plano (o devedor ou o administrador nomeado pelo tribunal, sozinho ou juntamente com um ou vários credores).

(36) Na sequência da abertura do processo, todos os créditos dos credores são suspensos e não podem ser criados novos créditos ([29]). Nenhum dos fornecedores de serviços (eletricidade, água, gás e telefonia) pode alterar, recusar ou interromper temporariamente tais serviços ao devedor, caso este último seja um consumidor cativo ([30]).

(37) O administrador nomeado pelo tribunal deve notificar os credores para que estes apresentem uma relação dos créditos ao devedor no prazo legal estabelecido pela decisão do juiz síndico no início do processo de insolvência. Neste contexto, o administrador nomeado pelo tribunal elabora uma lista provisória de credores, na qual estes últimos devem estar divididos em duas categorias principais: credores garantidos (credores com créditos detidos por entidades que beneficiam de garantias sobre o património do devedor, quer seja o devedor principal ou um terceiro garante das pessoas que beneficiam das garantias) e credores não garantidos (credores com créditos que não beneficiam de quaisquer garantias sobre o património do devedor). Outras categorias de créditos a incluir na lista são: credores salariais e orçamentais.

(38) O devedor, os credores e quaisquer outras partes interessadas têm o direito de recorrer da lista provisória de credores junto do juiz síndico ([31]). Depois de tramitados todos os recursos, o administrador nomeado pelo tribunal elabora a lista definitiva de credores, indicando o montante, a prioridade e a condição (garantido ou não garantido) de cada crédito e envia-a para o tribunal para aprovação. Uma vez tramitados todos os recursos, a lista torna-se definitiva.

(39) A Lei da Insolvência prevê dois procedimentos alternativos:

a) A **reestruturação judicial** (artigos 94.º a 105.º da Lei da Insolvência, regida pelas regras aplicáveis ao procedimento geral), que se destina a reestruturar a atividade do devedor, a fim de pagar os créditos de acordo com o plano de pagamento dos créditos; ou

b) O **processo de falência** (artigos 107.º a 129.º da Lei da Insolvência, regido pelas regras aplicáveis ao procedimento simplificado), em que a atividade do devedor apenas se reduz às medidas necessárias para a liquidação, a fim de pagar as dívidas com a venda de ativos e a recuperação dos créditos.

(40) A reestruturação judicial é o procedimento aplicado ao devedor para pagar as suas dívidas na sequência da reestruturação das suas atividades e de acordo com o plano de pagamento. Este procedimento implica a elaboração, aprovação, execução e observância de um plano de reestruturação, que pode permitir, no seu conjunto ou separadamente: a) a reestruturação operacional e/ou financeira do devedor; b) a reestruturação da empresa modificando a estrutura do seu capital social; ou c) a limitação da atividade mediante a liquidação de determinados ativos.

(41) O administrador nomeado pelo tribunal elabora o Plano de Reestruturação e a lista dos credores, e envia-os para o tribunal para aprovação. O plano também tem de ser discutido e aprovado pelos credores. A Lei da Insolvência prevê as seguintes categorias de créditos distintas, que votam separadamente: a) créditos garantidos, b) créditos salariais, c) créditos orçamentais, d) créditos não garantidos estabelecidos nos termos do artigo 96.º, n.º 1, a saber, os chamados «fornecedores essenciais», e e) outros créditos não garantidos ([32]).

([28]) Artigo 59.º da Lei da Insolvência.
([29]) Artigo 36.º da Lei da Insolvência.
([30]) Artigo 38.º da Lei da Insolvência.
([31]) Artigo 73.º da Lei da Insolvência.
([32]) Artigo 100.º, n.º 3, da Lei da Insolvência.

(42) Nos termos dos artigos 100.º e 101.º da Lei da Insolvência:

a) O plano é considerado aceite se uma maioria absoluta das categorias de credores votar a favor do mesmo, desde que pelo menos uma das categorias desfavorecidas aceite o plano ([33]);

b) O plano é considerado aceite por uma categoria de credores se, nessa categoria, for aprovado por uma maioria absoluta do valor dos créditos que pertencem a essa categoria;

c) Cada crédito beneficia de um direito de voto, que o detentor exerce em relação à categoria de créditos que inclui o respetivo crédito;

d) Cada categoria desfavorecida de credores que rejeite o plano será tratada de forma justa e equitativa ao abrigo do plano.

(43) Em consonância com a definição do artigo 3.º, n.º 21, da Lei da Insolvência, o termo «categoria desfavorecida» significa uma categoria de créditos para a qual o Plano de Reestruturação estipule, pelo menos, uma das seguintes modificações para essa categoria:

a) Redução do montante do crédito;

b) Redução nas garantias ou outros acessórios, como o reescalonamento dos pagamentos, desfavorecendo o credor;

c) O valor atualizado com o juro de referência do Banco Nacional da Roménia, salvo indicação em contrário no contrato relativo a esse crédito ou em leis especiais, é inferior ao valor registado na lista consolidada dos créditos.

(44) Quando a decisão que confirma o Plano entra em vigor, a atividade do devedor é reestruturada em conformidade e os créditos e os direitos dos credores e das outras partes interessadas são modificados conforme previsto no Plano. Se não for confirmado um plano, o juiz síndico deve ordenar a abertura imediata do processo de falência.

(45) O processo de falência implica a liquidação dos ativos de um devedor para cobrir dívidas, na sequência da qual o devedor é retirado do registo.

(46) Nos termos do artigo 107.º da Lei da Insolvência, um devedor entra em processo de falência nos seguintes casos:

a) A seu pedido, mediante a apresentação ao juiz síndico de uma declaração para entrar diretamente em falência; ou

b) Se tiver inicialmente declarado a intenção de proceder à reestruturação, mas não tiver proposto um plano de reestruturação ou este último não tiver sido aceite e confirmado.

(47) Durante o processo de falência, existem duas categorias de ativos sujeitos a venda (ativos garantidos/dados em garantia e ativos não garantidos/que não foram dados em garantia) e, consequentemente, duas formas de repartição pelos credores dos montantes obtidos de uma venda (artigo 121.º para ativos dados em garantia e artigo 123.º para ativos que não foram dados em garantia e para qualquer excedente após a venda de ativos dados em garantia). A liquidação deve começar imediatamente após o liquidador ter concluído o inventário de ativos do património do devedor. Os ativos podem ser vendidos juntos — como um grupo operacional — ou separadamente. Em função das circunstâncias de cada caso, se possível, os ativos do devedor devem ser avaliados separadamente ou em conjunto, como um grupo funcional.

(48) Nos termos do artigo 121.º da Lei da Insolvência, aplica-se a seguinte ordem de repartição dos fundos obtidos da venda dos ativos do devedor dados em garantia: 1) impostos, selos e outras despesas relacionadas com a venda desses ativos, incluindo as despesas incorridas com a preservação e administração desses ativos, bem como a remuneração dos liquidadores; e 2) créditos dos credores garantidos.

(49) Caso os montantes obtidos da venda de ativos dados em garantia sejam insuficientes para o pagamento integral aos credores garantidos, estes últimos devem ter créditos que não foram dados em garantia para compensar a diferença. Se, após o pagamento dos montantes aos credores garantidos, existir um excedente, este será repartido pelos credores não garantidos.

([33]) Artigo 3.º, n.º 21, da Lei da Insolvência.

(50) Nos termos do artigo 123.º da Lei da Insolvência, os créditos devem ser pagos conforme se segue: 1) impostos, selos e outras despesas relacionadas com o procedimento, 2) créditos salariais, 3) créditos concedidos por instituições de crédito após a abertura do processo, bem como créditos resultantes da preservação da atividade do devedor após a abertura do processo (dívidas correntes), 4) créditos orçamentais, 5-7) outros créditos (prestações para filhos, prestações familiares e empréstimos bancários) e 8) outros créditos não garantidos.

2.2.4.2. Elaboração e aprovação do Plano de Reestruturação da Oltchim

(51) Por decisão dos credores na reunião de 15 de abril de 2013, a Rominsolv SPRL e a BDO — Business Restructuring SPRL («R/BDO») foram nomeadas administradoras oficiais da Oltchim («Consórcio»). Esta nomeação foi confirmada pelo tribunal em 13 de maio de 2013.

(52) Na audiência em tribunal de 19 de junho de 2013, a Oltchim expressou a sua intenção de dar início à reestruturação judicial e de pagar os créditos através de um plano de reestruturação. Este pedido baseou-se num «relatório sobre as causas da insolvência», elaborado pelo Consórcio, nos termos do artigo 59.º, n.ºs 1 a 3, da Lei da Insolvência. O relatório sobre as causas da insolvência mencionava que a reestruturação efetiva da atividade do devedor era realmente possível, no âmbito de um plano de reestruturação acompanhado pelo tribunal, que o devedor pretendia elaborar e apresentar ao tribunal.

(53) Em 3 de junho de 2013, os administradores nomeados pelo tribunal designaram a Winterhill S.r.l para avaliar o valor de mercado e o valor de liquidação dos ativos da Oltchim («relatório da Winterhill»), uma medida necessária para a elaboração do plano de pagamento.

(54) A Winterhill S.r.l calculou o valor de mercado dos ativos da Oltchim e o seu valor de liquidação de acordo com as normas de avaliação internacionais, conforme se segue:

a) O valor de mercado: «O montante pelo qual uma propriedade poderia ser trocada, na data de avaliação, entre um comprador interessado e um vendedor interessado, no âmbito de uma transação, com um preço determinado de forma objetiva, após um período de comercialização adequado, em que tanto o vendedor como o comprador agiram de forma consciente, prudente e sem coação»;

b) O valor de liquidação (valor de venda forçada): «O montante que pode ser obtido razoavelmente da venda de uma propriedade num período de tempo mais curto do que o período de comercialização necessário para ser coerente com o valor de mercado definido.»

(55) O relatório da Winterhill avaliou as diversas classes de ativos da Oltchim ([34]), utilizando métodos de avaliação diferentes em função do tipo de ativo avaliado (método de comparação do mercado ou método de custo de substituição líquido).

(56) No que respeita à avaliação dos ativos fixos (unidades fabris, equipamento e maquinaria), o relatório da Winterhill estimou os chamados valor de mercado *in situ* e valor de mercado *ex situ*. Segundo o relatório da Winterhill, o valor de mercado *in situ* implica que a unidade fabril reúne todas as condições para continuar a funcionar no local onde se encontra. Este valor inclui os custos de instalação, nomeadamente elétricos e mecânicos, que são consideráveis no caso deste tipo de unidade. O valor de mercado *ex situ* implica que determinada unidade fabril não está operacional e que cada ativo é avaliado tendo em vista a sua remoção a expensas do comprador. No caso da Oltchim, considerou-se que o equipamento elétrico e mecânico não tem valor significativo e, dependendo da sua complexidade, tem mesmo um impacto negativo no valor do ativo. O valor de liquidação dos ativos fixos foi definido no relatório da Winterhill como o valor de mercado *ex situ* menos os custos estimados de desmantelamento e remoção das instalações industriais. Este valor incluía uma estimativa dos custos de autorização e preparação dos ativos para venda, que se previam ser muito elevados no caso da Oltchim, devido à utilização de muitos materiais poluentes e perigosos nas instalações. Incluía igualmente dotações para despesas de *marketing*, custos de venda, taxas de vendedor e custos associados ao pessoal envolvido.

(57) Em 20 de julho de 2013, a Winterhill SRL concluiu a sua avaliação. O relatório da Winterhill estimou o valor de mercado da Oltchim em 293,7 milhões de EUR (aproximadamente 1 270 milhões de RON) e o valor de liquidação em 141 milhões de EUR (636 milhões de RON), dos quais 108 milhões de EUR (491 milhões de RON) para ativos garantidos e cerca de 32 milhões de EUR (145 milhões de RON) para ativos não garantidos ([35]).

([34]) O relatório distingue entre as seguintes classes de ativos: i) ativos fixos — terrenos, ii) ativos fixos — edifícios e construções especiais, iii) ativos fixos — unidades fabris, equipamento, maquinaria, iv) inventários, v) ativos financeiros, vi) ativos incorpóreos — marcas, prestígio, marcas registadas, patentes e vii) investimentos em curso.

([35]) Relativamente ao valor de mercado, ver o anexo 1C do Relatório. Relativamente ao valor de liquidação, ver o anexo 1D do Relatório.

(58) O relatório da Winterhill foi apresentado na reunião de credores em 2 de dezembro de 2013 e aprovado em 4 de dezembro de 2013. Inicialmente, a AAAS questionou a avaliação contida no relatório da Winterhill e apresentou uma queixa contra a decisão tomada na reunião dos credores que a aprovou. Consequentemente, o tribunal aprovou uma segunda verificação do relatório de avaliação e acabou por julgar improcedente a ação da AAAS, frisando que o voto da AAAS no Plano não se baseou no resultado do reexame desse relatório ([36]).

(59) Com base no relatório da Winterhill, em julho de 2013, os administradores nomeados pelo tribunal elaboraram o Plano de Reestruturação da Oltchim. O principal objetivo do Plano era encontrar um novo investidor que adquirisse os ativos e a atividade da Oltchim. A venda pode ocorrer em qualquer uma das seguintes opções propostas:

1.ª opção — Criação de uma nova entidade (Oltchim SPV) e transferência de todos os ativos rentáveis da Oltchim SA para a Oltchim SPV; venda das ações da Oltchim SPV:

(60) A Oltchim SPV seria uma empresa sem dívidas. Assumiria a parte funcional da Oltchim SA numa perspetiva de continuidade ([37]). A Oltchim SPV será detida a 100 % pela Oltchim SA e vendida a um investidor no prazo de um a três anos. O preço da venda das ações da Oltchim SPV foi estimado em 306 milhões de EUR e o preço inicial mínimo será fixado acima desse montante específico. Este preço foi estimado com base no valor de mercado de 293,7 milhões de EUR, estabelecido no relatório da Winterhill ([38]).

(61) Dado que alguns ativos transferidos para a Oltchim SPV foram hipotecados a alguns credores da Oltchim SA, o objeto da sua garantia seria substituído por ações emitidas pela Oltchim SPV proporcionalmente aos montantes da sua garantia. Deste modo, os credores garantidos poderiam optar (no prazo de 10 dias a contar da confirmação do Plano de Reestruturação pelo juiz síndico) pela retirada das garantias existentes sobre os ativos após o pagamento total do preço das ações da Oltchim SPV.

(62) Os credores da Oltchim seriam pagos de acordo com os montantes previstos no plano de pagamento (ver quadro 3 abaixo).

2.ª opção — Conversão da dívida em capital:

(63) Os credores da Oltchim podem converter as suas dívidas em capital (ações da Oltchim SA) proporcionalmente e de acordo com os montantes previstos no plano de pagamento (ver quadro 3 abaixo); ou

3.ª opção — Conversão da dívida em ativos:

(64) Algumas das dívidas ao Estado seriam pagas mediante a transferência gratuita dos ativos da Oltchim SA, a saber, terrenos e edifícios.

(65) O Plano previa dois cenários para a prossecução da atividade da Oltchim, nomeadamente:

a) **Cenário A**: A atividade da Oltchim prosseguirá através do recomeço da unidade de oxo-álcoois, para o qual não serão necessárias fontes de financiamento externas;

b) **Cenário B**: A atividade da Oltchim será melhorada com o recomeço da unidade de anidrido ftálico/DOF, recorrendo a fontes de financiamento externas.

(66) O Plano especificava o período de execução, a saber, três anos após a confirmação do Plano pelo juiz. Durante esse período, o administrador especial deve assegurar a administração da Oltchim, sob a supervisão do administrador nomeado pelo tribunal.

([36]) Conforme referido no acórdão do tribunal de 22 de abril de 2015, que aprova o Plano de Reestruturação da Oltchim, processo n.º 887/90/2013, p. 21 e 32.

([37]) Será transferido para a Oltchim SPV o seguinte: os ativos da Oltchim SA situados na plataforma industrial Râmnicu Vâlcea e/ou na Unidade Petroquímica de Bradu, os direitos de propriedade intelectual, a marca, os clientes, os contratos assinados com fornecedores e clientes e todos os trabalhadores da Oltchim SA existentes em cada uma das instalações industriais na altura da transferência, bem como todas as autorizações e licenças necessárias para o funcionamento e a atividade da empresa.

([38]) Em conformidade com a legislação romena, o preço inicial de negociação deve ser mais elevado do que o valor de mercado estimado dos ativos.

(67) Depois de tramitados todos os recursos, em 9 de janeiro de 2015, o administrador nomeado pelo tribunal concluiu e enviou para o tribunal a lista final dos credores da Oltchim, na qual constava o montante, a prioridade e o estatuto — garantido ou não garantido — de cada crédito. A lista incluía cinco categorias de credores: 1) credores garantidos, 2) créditos salariais, 3) credores orçamentais, 4) credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência («fornecedores essenciais») e 5) outros credores não garantidos, conforme se apresenta no quadro 1 abaixo:

Quadro 1

Lista de credores conforme apresentados no quadro dos créditos

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

Categorias de credores	Dívida total (RON)	Dívida total (EUR) (*)	% dentro da categoria da dívida (%)
2) Salários	9 704 264	2 134 938	
3) Credores orçamentais, dos quais	1 274 807 584	280 457 668	
AAAS	**1 191 856 674**	**262 208 468**	**93,49**
Organismo de Gestão do Fundo para o Ambiente	**59 205 056**	**13 025 112**	**4,64**
Serviço Nacional da Água Romeno	**872 967**	**192 053**	**0,07**
DGFP Craiova	**19 732 303**	**4 341 107**	**1,55**
Autoridade Reguladora da Energia Romena	**18 484**	**4 066**	**0,001**
Autarquia de Bradu	**1 000 653**	**220 144**	**0,08**
Autarquia de Râmnicu Vâlcea	**2 118 976**	**466 175**	**0,17**
Autarquia de Băbeni	**2 471**	**544**	**0,0002**
4) Credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência	150 384 370	33 084 561	
CET Govora	**136 899 919**	**30 117 982**	**91,03**
Serviço Nacional da Água Romeno	**13 484 451**	**2 966 579**	**8,97**
5) Outros credores não garantidos (exemplos)	1 129 340 017	248 454 804	
Electrica S.A.	**457 583 381**	**100 668 344**	**40,52**
Electrica Furnizare S.A.	**29 700 994**	**6 534 219**	**2,63**
Erste Group Bank	116 868 626	25 711 098	10,35
ING bank N.V.	13 431 574	2 954 946	1,19
CFR Marfă	**115 293 055**	**25 364 472**	**10,21**
Empresa Nacional do Sal e Empresa Mineira de Râmnicu Vâlcea	**15 076 968**	**3 316 933**	**1,34**
MFC Commodities GmbH	149 703 788	32 934 833	13,26
Kronos Worldwide Limited	51 660 368	11 365 281	4,57
Total	**3 454 458 105**	**759 980 783**	

(*) Taxa de câmbio utilizada (1 RON = 0,22 EUR).
(**) Credores públicos ou empresas públicas (EP) em negrito.

(68) As dívidas pendentes da Oltchim ao Estado e a empresas públicas («EP») rondavam 519 milhões de EUR, dos quais aproximadamente 264 milhões de EUR à AAAS, cerca de 232 milhões de EUR a várias EP (dos quais à volta de 145 milhões de EUR à Electrica), cerca de 19 milhões de EUR a organismos nacionais e regionais (p. ex., aproximadamente 13 milhões de EUR ao Organismo de Gestão do Fundo para o Ambiente) e à volta de 12 milhões de EUR ao CEC Bank, detido pelo Estado.

Quadro 2

Credores públicos da Oltchim

Credor	Dívida total (RON)	Dívida total (EUR)	% da dívida total (%)
Credores orçamentais			
AAAS	1 201 301 222	264 286 269	34,77
DGFP Craiova	25 442 102	5 597 262	0,73
Organismo de Gestão do Fundo para o Ambiente	59 205 056	13 025 112	1,71
Serviço Nacional da Água Romeno	14 357 418	3 158 632	0,41
Autoridade Reguladora da Energia Romena	18 484	4 066	0,00054
Autarquia de Bradu	1 000 653	220 144	0,028
Autarquia de Râmnicu Vâlcea	2 118 976	466 175	0,06
Autarquia de Băbeni	2 471	544	0,00007
Empresas públicas (exemplos)			
CEC Bank	56 321 014	12 390 623	1,63
Empresa Nacional do Sal	30 827 788	6 782 113	0,89
CET Govora	136 899 919	30 117 982	3,96
Electrica SA	658 535 355	144 877 778	19,06
Electrica Furnizare	56 533 826	12 437 442	1,63
CFR Marfă	115 293 055	25 364 472	3,33
Total	**2 357 857 339**	**518 728 615**	**68,25**

(69) Os credores com maiores créditos sobre a Oltchim eram os seguintes: AAAS (cerca de 35 % da dívida total), Electrica (19 % da dívida total), Erste Group Bank AG (10 % da dívida total), MFC Commodities Gmbh (4,71 % da dívida total), Banca Transilvania S.A. (4,63 % da dívida total), CET Govora (3,96 % da dívida total), CFR Marfă (3,34 % da dívida total) e CEC Bank (1,63 % da dívida total).

(70) O administrador nomeado pelo tribunal enviou o Plano de Reestruturação e a lista dos credores para o tribunal em 4 de fevereiro de 2015. Na reunião de 9 de março de 2015, os credores discutiram e aprovaram o Plano em conformidade com o artigo 101.º da Lei da Insolvência.

(71) Mais concretamente, de acordo com o Plano aprovado:

a) O montante obtido com a venda da Oltchim SPV (estimado no Plano em 306 milhões de EUR) será utilizado, a título prioritário, para pagar várias despesas administrativas relacionadas com a transferência dos ativos da Oltchim SA para a Oltchim SPV, as taxas do administrador nomeado pelo tribunal e o imposto sobre o rendimento obtido, bem como as atuais dívidas da Oltchim SA, incorridas após o início do processo de insolvência ([39]);

([39]) Após entrar em processo de insolvência, a Oltchim, por ter prosseguido as suas operações, acumulou mais dívidas, a maioria das quais junto de empresas públicas, como a CET Govora, o Serviço Nacional da Água e a DGFP Craiova. Os dados relativos a 30 de novembro de 2014, apresentados ao tribunal juntamente com o Plano, indicam que as dívidas correntes da Oltchim naquela altura ascendiam a 221 495 571 RON (cerca de 50 milhões de EUR), dos quais as dívidas públicas ascendiam a cerca de 8,8 milhões de EUR.

b) Depois de efetuados os pagamentos referidos na alínea a), o montante remanescente (*montante líquido*) de cerca de 212 milhões a 231 milhões de EUR será utilizado para pagar parcialmente as dívidas anteriores da Oltchim SA, de acordo com o plano de pagamento (ver quadro 3 abaixo):

Quadro 3

Plano de pagamento

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

Categorias de credores	Dívida total (EUR)	Montantes repartidos (EUR)		% de cobertura	
		mín.	máx.	mín.	máx.
2) Salários	2 134 938	2 134 938	2 134 938	100	100
3) Credores orçamentais	280 457 668	49 485 271	55 007 562	18	20
AAAS	**262 208 468**	**46 265 297**	**51 428 256**		
Organismo de Gestão do Fundo para o Ambiente	**13 025 112**	**2 298 212**	**2 554 680**		
Serviço Nacional da Água Romeno	**192 053**	**33 887**	**37 668**		
DGFP Craiova	**4 341 107**	**765 965**	**851 443**		
Autoridade Reguladora da Energia Romena	**4 066**	**717**	**798**		
Autarquia de Bradu	**220 144**	**38 843**	**43 178**		
Autarquia de Râmnicu Vâlcea	**466 175**	**82 254**	**91 433**		
Autarquia de Băbeni	**544**	**96**	**107**		
4) Credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência	33 084 561	9 883 865	9 883 865	30	30
CET Govora	**30 117 982**	**8 997 613**	**8 997 613**		
Serviço Nacional da Água Romeno	**2 966 579**	**886 252**	**886 252**		
5) Outros credores não garantidos dos quais (exemplos)	248 454 804	0	0	0	0
Electrica S.A.	**100 668 344**	**0**	**0**		
Electrica Furnizare S.A.	**6 534 219**	**0**	**0**		
Erste Group Bank	25 711 098	0	0		
ING bank N.V.	2 954 946	0	0		
CFR Marfă	**25 364 472**	**0**	**0**		
Empresa Nacional do Sal e Empresa Mineira de Râmnicu Vâlcea	**3 316 933**	**0**	**0**		
MFC Commodities GmbH	32 934 833	0	0		
Kronos Worldwide Limited	11 365 281	0	0		
Total	**759 980 783**	**205 013 570**	**223 421 217**		

(72) Segundo o plano de pagamento *supra*, aplica-se a seguinte cobertura da dívida:

a) Salários — 100 % de cobertura da dívida;

b) Credores garantidos — 73-80 % de cobertura da dívida;

c) Fornecedores essenciais (EP: CET Govora e Serviço Nacional da Água Romeno) — 30 % de cobertura da dívida;

d) Credores orçamentais (p. ex., AAAS, Organismo de Gestão do Fundo para o Ambiente) — 18-20 % de cobertura da dívida;

e) Outros credores não garantidos (p. ex., Electrica e Electrica Furnizare) — 0 % de cobertura da dívida.

(73) Por conseguinte, o plano em apreço leva a uma anulação substancial da dívida, nomeadamente no que respeita aos credores orçamentais, conforme indicado nos quadros 4 e 5.

Quadro 4

Dívidas a anular

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

Categorias de credores	Dívida total (RON)	Dívida total (EUR)	Dívida a anular de acordo com o Plano (em euros)	
			Mín	Máx.
Empresa Nacional do Sal	**15 750 820**	**3 465 180**	**698 064**	**926 047**
Unicredit Tiriac Bank SA	17 095 609	3 761 034	757 664	1 005 112
2) Salários	9 704 264	2 134 938	0	0
3) Credores orçamentais, dos quais	1 274 807 584	280 457 668	225 450 106	**230 972 397**
AAAS	**1 191 856 674**	**262 208 468**	**210 780 213**	**215 943 171**
Organismo de Gestão do Fundo para o Ambiente	**59 205 056**	**13 025 112**	**10 470 432**	**10 726 900**
Serviço Nacional da Água Romeno	**872 967**	**192 053**	**154 385**	**158 166**
DGFP Craiova	**19 732 303**	**4 341 107**	**3 489 664**	**3 575 141**
Autoridade Reguladora da Energia Romena	**18 484**	**4 066**	**3 269**	**3 349**
Autarquia de Bradu	**1 000 653**	**220 144**	**176 966**	**181 300**
Autarquia de Râmnicu Vâlcea	**2 118 976**	**466 175**	**374 742**	**383 921**
Autarquia de Băbeni	**2 471**	**544**	**437**	**448**
4) Credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência	150 384 370	33 084 561	23 200 696	23 200 696
CET Govora	**136 899 919**	**30 117 982**	**21 120 370**	**21 120 370**
Serviço Nacional da Água Romeno	**13 484 451**	**2 966 579**	**2 080 327**	**2 080 327**
5) Outros credores não garantidos (exemplos)	1 129 340 017	248 454 804	248 454 804	248 454 804
Electrica S.A.	**457 583 381**	**100 668 344**	**100 668 344**	**100 668 344**
Electrica Furnizare S.A.	**29 700 994**	**6 534 219**	**6 534 219**	**6 534 219**
Erste Group Bank	116 868 626	25 711 098	25 711 098	25 711 098
ING bank N.V.	13 431 574	2 954 946	2 954 946	2 954 946
CFR Marfă	**115 293 055**	**25 364 472**	**25 364 472**	**25 364 472**
Empresa Nacional do Sal e Empresa Mineira de Râmnicu Vâlcea	**15 076 968**	**3 316 933**	**3 316 933**	**3 316 933**
MFC Commodities GmbH	149 703 788	32 934 833	32 934 833	32 934 833
Kronos Worldwide Limited	51 660 368	11 365 281	11 365 281	11 365 281
Total	**3 454 458 105**	**759 980 783**	**536 559 566**	**554 967 213**

Quadro 5

Dívidas públicas a anular

Credor	Dívida total (EUR)	Dívidas a anular (EUR)		% da dívida a anular (%)	
		mín.	máx.	mín.	máx.
Credores orçamentais					
AAAS	264 286 269	211 198 788	216 498 450	79,91	81,9
DGFP Craiova	5 597 262	3 742 718	3 910 841	66,87	69,8
Organismo de Gestão do Fundo para o Ambiente	13 025 112	10 470 432	10 726 900	80,39	82,3
Serviço Nacional da Água Romeno	3 158 632	2 234 711	2 238 493	70,75	70,8
Autoridade Reguladora da Energia Romena	4 066	3 269	3 349	80,39	82,3
Autarquia de Bradu	220 144	176 966	181 300	80,39	82,3
Autarquia de Râmnicu Vâlcea	466 175	374 742	383 921	80,39	82,3
Autarquia de Băbeni	544	437	448	80,37	82,3
Empresas públicas (exemplos)					
CEC Bank	12 390 623	2 496 105	3 311 312	20,15	26,7
Empresa Nacional do Sal	6 782 113	4 014 997	4 242 980	59,20	62,5
CET Govora	30 117 982	21 120 370	21 120 370	70,13	70,1
Electrica SA	144 877 778	109 574 383	112 483 035	75,63	77,6
Electrica Furnizare	12 437 442	7 723 430	8 111 816	62,10	65,2
CFR Marfă	25 364 472	25 364 472	25 364 472	100	100
Total	**518 728 615**	**398 495 819**	**408 577 686**	**77**	**78,7**

(74) Os credores votaram a favor do Plano em apreço. Segundo a ata da reunião da assembleia dos credores de 9 de março de 2015 (note-se que apenas são apresentados abaixo os principais credores públicos e privados e os trabalhadores):

a) A AAAS votou *a favor* do Plano, tanto na categoria das dívidas garantidas (em que o seu crédito ascendia a 1,061 % dessa categoria) como na categoria das dívidas orçamentais (em que o seu crédito ascendia a 98,04 % dessa categoria). Em resultado, a AAAS concordou com uma remissão de 80 % a 82 % do seu crédito total sobre a Oltchim.

b) A DGFP Craiova («DGFP») ([40]) votou *contra* o Plano, tanto na categoria das dívidas garantidas (em que o seu crédito ascendia a 0,64 % dessa categoria) como na categoria das dívidas orçamentais (em que o seu crédito ascendia a 1,55 % dessa categoria). A DGFP votou contra uma remissão de 67 % a 70 % dos seus créditos sobre a Oltchim.

([40]) A DGFP não foi signatária do Memorando e os seus créditos eram muito pequenos em comparação com os da AAAS ou da Electrica.

c) O CEC Bank votou *a favor* do Plano na categoria das dívidas garantidas (em que o seu crédito ascendia a 6,33 % dessa categoria). O CEC Bank não tinha créditos noutras categorias. Em resultado, o CEC Bank concordou com uma remissão de 20 % a 27 % do seu crédito total sobre a Oltchim.

d) A Salrom votou *a favor* do Plano, tanto na categoria das dívidas garantidas como na categoria das dívidas não garantidas (em que o seu crédito ascendia, respetivamente, a 1,77 % e 1,34 %). Em resultado, a Salrom concordou com uma remissão de 59 % a 62 % do seu crédito total sobre a Oltchim.

e) A CET Govora e o Serviço Nacional da Água Romeno votaram *a favor* do Plano na categoria das dívidas não garantidas nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência. Em resultado, a CET Govora e o Serviço Nacional da Água Romeno concordaram com uma remissão de 70 % a 71 % do seu crédito total sobre a Oltchim.

f) A Electrica votou *a favor* do Plano, tanto na categoria das dívidas garantidas como na categoria das dívidas não garantidas (em que o seu crédito ascendia, respetivamente, a 22,5 % e 40,5 %). Em resultado, a Electrica concordou com uma remissão de 76 % a 77 % do seu crédito total sobre a Oltchim.

g) A Electrica Furnizare ([41]) votou *contra* o Plano na categoria das dívidas garantidas e na categoria das dívidas não garantidas (em que o seu crédito ascendia, respetivamente, a 3,01 % e 2,63 %). A Electrica Furnizare votou contra a remissão de 62 % a 65 % dos seus créditos sobre a Oltchim.

h) Os trabalhadores votaram *a favor* do Plano. Os trabalhadores beneficiariam de uma cobertura da dívida de 100 %.

(75) O Plano foi aprovado porque cumpria as condições estabelecidas na Lei da Insolvência, nomeadamente:

a) Uma maioria absoluta das categorias de credores votou a favor do Plano (das cinco categorias de dívida, todas votaram a favor);

b) Em cada uma das categorias, o Plano foi aceite por uma maioria absoluta do valor dos créditos pertencentes à respetiva categoria;

c) Pelo menos uma categoria desfavorecida aceitou o Plano (aliás, todas as categorias desfavorecidas ([42]) votaram a favor do Plano).

(76) Na audiência do tribunal de 25 de março de 2015, o juiz síndico solicitou mais esclarecimentos sobre o Plano e adiou a audiência até 22 de abril de 2015. Na audiência de 22 de abril de 2015, o tribunal confirmou o Plano, aprovando apenas a primeira opção, a saber, as anulações parciais da dívida, conforme acordado pelos credores, e a *criação de uma nova entidade (Oltchim SPV), com a transferência de todos os ativos rentáveis da Oltchim SA para a Oltchim SPV*. Em 24 de setembro de 2015, o Tribunal de Recurso de Pitești negou provimento aos recursos interpostos pela ANAF (Agenția Națională de Administrare Fiscală) e pela Electrica Furnizare contra o acórdão que aprovava o Plano de Reestruturação. Com este acórdão, o Plano tornou-se definitivo.

2.2.4.3. Execução do Plano de Reestruturação

(77) Durante o processo de insolvência, antes da aprovação do Plano de Reestruturação, a Oltchim executou uma série de medidas para reduzir custos, como despedir 918 trabalhadores em junho de 2013 (estava previsto o despedimento de mais 225 até novembro de 2015). Em junho de 2014, a Oltchim substituiu um eletrolisador nas principais instalações de produção (num valor total de 800 000 EUR). A fim de melhorar o seu EBITDA (resultado antes de juros, impostos, reintegração e amortização), a Oltchim recomeçou a atividade da sua unidade de oxo-álcoois em 9 de setembro de 2014.

([41]) A Electrica Furnizare é uma empresa privada desde 2014 e não foi signatária do Memorando de 2012 (ver considerando 235 abaixo). Os seus créditos sobre a Oltchim eram muito pequenos em comparação com os detidos pela própria Electrica.

([42]) O Consórcio considerou que todas as categorias de dívidas eram desfavorecidas na aceção da Lei da Insolvência, uma vez que todas as dívidas abrangidas pelo Plano de Reestruturação seriam pagas ou em percentagem inferior a 100 % ou passados 30 dias da confirmação do Plano pelo juiz no processo de insolvência (consultar o Plano de Reestruturação, pontos 1.2.1 e 5.1.1).

(78) As autoridades romenas informaram ([43]) que a Oltchim tinha melhorado o seu desempenho económico e financeiro. Em 2015, o seu volume de negócios aumentou 31 %, em comparação com 2014, e 59 %, em comparação com 2013, em resultado de um crescimento nas vendas dos principais produtos produzidos (aumento de 33 % no caso dos polióis de poliéter e de 7 % no caso dos produtos do cloro e álcalis). O EBITDA registou um aumento de 109 milhões de RON em 2013.

(79) A partir de junho de 2013, foram levadas a cabo novas tentativas para privatizar a empresa, as quais fracassaram novamente nesse mesmo ano.

(80) Segundo o Plano, conforme acordado pelos credores e aprovado pelo tribunal (ver quadro 5 acima), os credores orçamentais e as EP tinham de anular um montante total de 408,5 milhões de EUR da dívida (cerca de 216 milhões de EUR no caso da AAAS, o que representava 81,9 % do seu crédito total, e 174,3 milhões de EUR no caso das EP).

(81) Os chamados fornecedores essenciais (a saber, a CET Govora SA e o Serviço Nacional da Água Romeno) tinham de anular 21,2 milhões e 2,2 milhões de EUR respetivamente, que representavam 70 % a 71 % dos seus créditos totais. A Electrica tinha de anular 112 milhões de EUR, que representavam 77,6 % dos seus créditos totais.

(82) Além dos montantes que correspondem à anulação da dívida pelos vários credores públicos indicados no quadro 5, o quadro 6 abaixo reflete os montantes correspondentes das dívidas a recuperar no cenário de venda em bloco da Oltchim SPV, previsto no Plano de Reestruturação, conforme resulta da remissão máxima aprovada.

Quadro 6

Credores públicos (anulação da dívida e recuperação da dívida no âmbito do Plano)

(EUR)

Credor	Dívida total	Dívidas a anular (remissão máxima aprovada)	Dívidas mínimas a recuperar na sequência da futura venda da Oltchim SPV
Credores orçamentais			
AAAS	264 286 269	216 498 450	**47 787 819**
DGFP Craiova	5 597 262	3 910 841	**1 686 422**
Organismo de Gestão do Fundo para o Ambiente	13 025 112	10 726 900	**2 298 212**
Serviço Nacional da Água Romeno	3 158 632	2 238 493	**920 139**
Autoridade Reguladora da Energia Romena	4 066	3 349	**717**
Autarquia de Bradu	220 144	181 300	**38 843**
Autarquia de Râmnicu Vâlcea	466 175	383 921	**82 254**
Autarquia de Băbeni	544	448	**96**
Empresas públicas (exemplos)			
CEC Bank	12 390 623	3 311 312	**9 079 311**
Empresa Nacional do Sal	6 782 113	4 242 980	**2 539 134**

([43]) Observações apresentadas pela Roménia em 22 de outubro de 2015.

(EUR)

Credor	Dívida total	Dívidas a anular (remissão máxima aprovada)	Dívidas mínimas a recuperar na sequência da futura venda da Oltchim SPV
CET Govora	30 117 982	21 120 370	**8 997 613**
Electrica SA	144 877 778	112 483 035	**32 394 743**
Electrica Furnizare	12 437 442	8 111 816	**4 325 625**
CFR Marfă	25 364 472	25 364 472	**0**
TOTAL	**518 728 615**	**408 577 686**	**110 150 928**

(83) Após a aprovação do Plano de Reestruturação, foram realizadas remissões de dívida significativas. Nas suas observações de outubro de 2015, a Roménia informou que tinham sido anulados cerca de 2,358 mil milhões de RON (518 milhões de EUR) de dívidas entre abril e outubro de 2015 ([44]).

(84) As autoridades romenas também informaram que foi enviada uma proposta de venda da Oltchim SPV para todas as Câmaras de Comércio bilaterais da Roménia (julho de 2015) e para outras 30 Câmaras do Comércio em todo o mundo (em setembro de 2015). As primeiras reuniões com potenciais compradores realizaram-se em setembro/outubro de 2015.

3. DECISÃO DA COMISSÃO DE DAR INÍCIO AO PROCEDIMENTO FORMAL DE INVESTIGAÇÃO

(85) Em 8 de abril de 2016, a Comissão decidiu dar início ao procedimento formal de investigação. A Comissão expressou dúvidas quanto a três medidas de apoio:

(1) **Medida 1:** a não execução e a posterior acumulação de dívidas à AAAS desde setembro de 2012. Não obstante as autoridades romenas terem expressado o seu firme compromisso à Comissão em 2012, não converteram em capital a dívida acumulada à AAAS (1 049 milhões de RON, a saber, 231 milhões de EUR, naquela altura) nem privatizaram a Oltchim. Em vez disso, a Oltchim continuou as suas atividades empresariais e acumulou mais dívidas públicas, nomeadamente à AAAS (a dívida à AAAS aumentou de 1 049 milhões para 1 201 milhões de RON, ou seja, de 231 milhões para cerca de 264 milhões de EUR). Após o fracasso da privatização em setembro de 2012, a AAAS não executou os seus créditos contra a Oltchim. Em vez de exigir o pagamento dos seus créditos mediante a liquidação imediata da Oltchim, esperou pela conversão da dívida em capital, apesar de o processo de privatização da Oltchim ter novamente fracassado.

(2) **Medida 2** ([45])**:** apoio da CET Govora e Salrom às operações da Oltchim sob a forma de fornecimento contínuo entre setembro de 2012 de janeiro de 2013. Após o fracasso da privatização em setembro de 2012, a situação financeira da Oltchim deteriorou-se e a produção foi suspensa. As autoridades romenas adotaram várias medidas de apoio para permitir que a Oltchim recomeçasse a sua produção. Este recomeço da produção não teria sido possível sem a decisão dos fornecedores públicos da Oltchim — CET Govora e Salrom — de continuar a fornecer a Oltchim apesar dos pagamentos em falta.

— A *CET Govora* assinou um novo contrato de eletricidade com a Oltchim em 15 de setembro de 2012, tendo depois concordado em aumentar o fornecimento da energia elétrica, primeiro a partir de 25 de outubro de 2012 e depois a partir de 12 de novembro de 2012; posteriormente concordou em continuar o fornecimento a partir de 1 de janeiro de 2013. Estas alterações à relação contratual com a Oltchim pareciam ter sido efetuadas durante a execução de várias decisões emitidas pelo Conselho Distrital de Vâlcea, para assegurar o fornecimento de energia elétrica à Oltchim.

([44]) Observações apresentadas pela Roménia em 22 de outubro de 2015, p. 2.
([45]) Esta medida foi inicialmente apresentada como a Medida 3 na decisão de início do procedimento. No entanto, por ter surgido ao mesmo tempo que a Medida 1, sendo ambas anteriores a uma terceira medida (considerada, inicialmente, a segunda na decisão de início do procedimento), para efeitos da presente decisão, será chamada de Medida 2.

— A *Salrom* aceitou que os pagamentos pelo seu fornecimento fossem adiados e, consequentemente, que o montante que a Oltchim lhe devia aumentasse.

(3) **Medida 3** ([46])**:** a aprovação pela AAAS e pelas EP ([47]) da anulação da dívida no âmbito do Plano de Reestruturação em 2015; A AAAS, a Salrom, a CET Govora, o Serviço Nacional da Água e a Electrica votaram a favor do Plano de Reestruturação. Em resultado, a AAAS concordou em anular 216 milhões de EUR dos seus créditos sobre a Oltchim, tendo em vista a recuperação futura (incerta) de 47 milhões de EUR. A Salrom concordou em anular 4,2 milhões de EUR da dívida, a CET Govora SA, 21,1 milhões de EUR da dívida, o Serviço Nacional da Água, 2,2 milhões de EUR da dívida, e a Electrica, 112 milhões de EUR da dívida. Em retorno, essas EP esperavam a seguinte cobertura da dívida caso a venda fosse bem-sucedida: 2,5 milhões de EUR para a Salrom, 8,9 milhões de EUR para a CET Govora SA, 0,9 milhões de EUR para o Serviço Nacional da Água e 32 milhões de EUR para Electrica (ver quadros 4 e 5).

(86) Na decisão de início do procedimento, a Comissão considerou, a título preliminar, que as medidas acima referidas envolviam recursos estatais e eram imputáveis ao Estado. Além disso, dada a improbabilidade de qualquer operador privado racional conceder tais medidas à Oltchim, a Comissão também considerou, a título preliminar, que as medidas conferiam uma vantagem indevida à Oltchim; essa vantagem era seletiva, já que a Oltchim era a única beneficiária.

(87) A Comissão assinalou também que as medidas eram suscetíveis de afetar as trocas comerciais entre Estados-Membros, uma vez que a Oltchim concorria com outras empresas no setor dos produtos químicos de outros Estados-Membros da União Europeia e do resto do mundo. As medidas permitiram que a Oltchim continuasse a operar, não tendo de enfrentar, como as suas concorrentes, as consequências normais do seu mau desempenho financeiro.

(88) A Comissão também expressou as suas dúvidas quanto à compatibilidade das medidas, especialmente devido ao facto de as autoridades romenas não terem apresentado quaisquer eventuais motivos de compatibilidade. Segundo a posição preliminar da Comissão, a Oltchim devia ser considerada uma empresa em dificuldade de acordo com as Orientações relativas aos auxílios estatais de emergência e à reestruturação concedidos a empresas não financeiras em dificuldade de 2014 («Orientações E&R de 2014») ([48]), em particular no contexto do processo de insolvência instaurado em 30 de janeiro de 2013. Contudo, os critérios previstos nas Orientações E&R para que os auxílios de emergência ou à reestruturação sejam considerados compatíveis pareciam não ter sido cumpridos por nenhuma das medidas. Em particular, na ausência de um plano de reestruturação notificado (as autoridades romenas não consideram a elegibilidade das medidas um auxílio estatal), a Comissão não pôde avaliar as componentes do Plano de Reestruturação, nomeadamente as medidas de investimento e modernização, nem avaliar se as medidas recuperariam a viabilidade a longo prazo e seriam reduzidas ao mínimo, por forma a evitar distorções indevidas da concorrência.

(89) À luz do que precede, a Comissão considerou, a título preliminar, que as medidas pareciam constituir auxílios estatais na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE. Por outro lado, como as medidas teriam sido concedidas em violação das obrigações de notificação e de suspensão previstas no artigo 108.º, n.º 3, do TFUE, a Comissão assinalou que poderiam constituir auxílios estatais ilegais. Na ausência da notificação do Plano de Reestruturação à Comissão, não foi possível considerar tais medidas compatíveis com o mercado interno.

4. OBSERVAÇÕES SOBRE A DECISÃO DE INÍCIO DO PROCEDIMENTO

4.1. **Observações da Roménia**

(90) Nas suas observações relativas à decisão de início do procedimento da Comissão, a Roménia apresentou várias observações sobre cada uma das três medidas referidas acima.

4.1.1. *Observações da Roménia sobre a Medida 1*

(91) A Roménia afirma que, no período de setembro de 2012 a janeiro de 2013, a AAAS agiu como um credor privado e que a não execução dos seus créditos se justificava plenamente neste curto período de tempo de cinco meses, devido a limitações *legais* e *de facto*:

([46]) Conforme se explica na nota de rodapé abaixo, esta medida foi inicialmente apresentada como a Medida 2 na decisão de início do procedimento.
([47]) Em particular, a Electrica, a Salrom, a CET Govora e o Serviço Nacional da Água.
([48]) Orientações relativas aos auxílios estatais de emergência e à reestruturação concedidos a empresas não financeiras em dificuldade (JO C 249 de 31.7.2014, p. 1).

(92) As limitações *legais* dizem respeito ao chamado processo administrativo especial [artigo 16.º, n.º 5, alínea c), da Lei romena n.º 137/2002], no âmbito do qual os credores de impostos e contribuições não podem executar as suas dívidas enquanto a empresa se estiver a preparar para a privatização. Isto impediu, alegadamente, a AAAS de requerer a execução imediata da sua dívida no contexto do processo de privatização levado a cabo pelo Ministério da Economia, do Comércio e do Ambiente Empresarial, mesmo após o fracasso da privatização em setembro de 2012. A Roménia alega igualmente que a falta de ativos alienáveis não utilizados como garantia para os credores garantidos limitou *de facto* a capacidade da AAAS para executar os seus créditos e também explicaria a razão pela qual os credores privados também não executaram os seus créditos. Neste contexto, a Roménia dá o exemplo do banco privado Comercială Română, que não instaurou um processo de execução forçada e concedeu, inclusivamente, financiamento adicional que ascendeu a cerca de um milhão de EUR para a reativação das instalações de polióis de poliéter, bem como o exemplo de um estudo de consultoria sobre a possibilidade de recomeçar as atividades da Oltchim.

(93) Além disso, a Roménia alega que a AAAS não pediu a execução imediata da dívida também devido ao início do processo de pré-notificação à Comissão Europeia pela Roménia de um auxílio de emergência (auxílio que, posteriormente, acabou por não ser considerado compatível com o *princípio do «auxílio único»* previsto nas Orientações E&R de 2014).

(94) A Roménia observa que, com base no estudo da Raiffeisen, apesar das deduções a efetuar decorrentes de obrigações ambientais, a AAAS teria recuperado 10 %, em vez de 12 %, do seu montante da dívida no cenário de liquidação, já que o crédito da AAAS sobre a Oltchim era quase 1,2 vezes mais elevado do que o previsto pela Raiffeisen em 2011, quando teve de comparar os valores de mercado e de liquidação da Oltchim. Nas suas observações de maio de 2018, a Roménia vai ainda mais longe, afirmando que, em caso de falência, as obrigações ambientais, cujo pagamento era prioritário no caso da Oltchim, teriam ultrapassado as receitas totais previstas com a venda forçada que ocorreria num cenário de liquidação, e conclui que o grau de recuperação da dívida da AAAS teria sido nulo.

(95) A Roménia alega que a AAAS se concentrou na obtenção de informações pormenorizadas sobre a situação da Oltchim naquela altura, a fim de poder tomar uma decisão devidamente documentada, e que os poucos meses decorridos entre o fracasso da privatização e a entrada em insolvência eram aceitáveis enquanto período de reflexão.

(96) Por último, a Roménia salienta que a AAAS cobrou juros à Oltchim ao nível do mercado até ao processo de insolvência. O Roménia afirma que isto prova que a execução não imediata dos seus créditos não constitui um auxílio estatal e, segundo a Roménia, está em consonância com a abordagem adotada na Decisão da Comissão de 2012, nos pontos 98 e seguintes. A Roménia alega ainda que a única dívida acumulada posteriormente decorre dos juros aplicados a uma dívida já existente, o que é de menor importância se a recuperação da dívida principal for à partida totalmente irrealista.

4.1.2. *Observações da Roménia sobre a Medida 2*

(97) A Roménia considera que, quando a CET Govora e a Salrom decidiram prosseguir com o fornecimento e alterar favoravelmente as condições das trocas comerciais, «agiram como credores privados ao garantirem a nova dívida»; além disso, as suas decisões de fornecimento das matérias-primas necessárias para o recomeço da atividade da Oltchim foram semelhantes às de algumas empresas privadas. A decisão resultou, alegadamente, da probabilidade de recuperação de um montante mais elevado da dívida caso a atividade recomeçasse. Ademais, a Roménia afirma que, devido à sua relação de interdependência tecnológica no fornecimento de água industrial e desmineralizada, respetivamente, com a Oltchim, a Salrom (de forma menos distinta) e a CET Govora agiram como fornecedores essenciais racionais. Devido ao facto de a Oltchim ter representado, em 2015, 14 % do volume de negócios da Salrom e 39 % das receitas da CET Govora, não se encontrou uma solução prática para substituir a compra de vapor industrial pela Oltchim à CET Govora.

(98) No que respeita à Salrom, a Roménia também afirma que esta empresa recebeu pagamentos totais num montante superior a 33 milhões de RON após a Oltchim ter entrado em insolvência, e que a Salrom impôs a esta última a condição de pagar antecipadamente todo o fornecimento realizado a partir da sua entrada em insolvência, condição com a qual a Oltchim concordou e a qual cumpriu na sequência das negociações.

(99) No que diz respeito ao fornecimento por parte da CET Govora, a Roménia alega que o preço da venda de eletricidade e vapor industrial à Oltchim está em conformidade com o mercado e que foi pago na íntegra entre 1 de fevereiro de 2013 e 31 de março de 2016 (476 milhões de RON).

4.1.3. *Observações da Roménia sobre a Medida 3*

(100) A Roménia alega que o voto favorável da AAAS e das EP cumpriu o princípio do credor numa economia de mercado (PCEM), conforme resumido abaixo.

(101) Em primeiro lugar, a Roménia alega que o valor do cenário de falência da Oltchim é negativo. Para corroborar esta alegação, a Roménia cita os valores indicados nos relatórios de avaliação da Romcontrol de fevereiro de 2009 (–281 milhões de EUR) e, respetivamente, dezembro de 2010 (–407 milhões de EUR). Além disso, cita a estimativa da Winterhill relativa à recuperação no cenário de liquidação, a qual ascende a cerca de 108 milhões de EUR para os ativos garantidos e a 32 milhões de EUR para os ativos sem oneração (sendo deduzidos destes últimos 22,2 milhões de EUR para pagar a trabalhadores indemnizações por despedimento).

(102) No que se refere ao considerando 120 da decisão de início do procedimento, a Roménia acrescenta que as obrigações ambientais constantes do relatório da Winterhill apenas dizem respeito à limpeza e preparação dos ativos para venda e não incluem o encerramento de um depósito de resíduos não perigosos e de um fosso para resíduos perigosos, o desmantelamento e a demolição do equipamento e do edifício nem a reposição do solo e do ambiente no estado inicial. As obrigações ambientais estimadas pela Oltchim ascendem a cerca de 464 milhões de EUR, pelo que ultrapassariam as receitas dos credores não garantidos no procedimento de liquidação estimadas pela Winterhill.

(103) Deste modo, a probabilidade de a AAAS e as EP obterem qualquer pagamento por parte da Oltchim era muito mais elevada no processo de reestruturação.

(104) Em segundo lugar, a Roménia observa que a recuperação da dívida mediante o início, pela AAAS e Electrica, do processo de falência da Oltchim não era possível, pois não estavam cumpridos os requisitos do artigo 1.º, n.º 2, da Lei da Insolvência.

(105) Em terceiro lugar, a Roménia frisa que, apesar de o estudo sobre o PCEM da AAAS ter sido elaborado antes da aprovação do Plano de Reestruturação na reunião dos credores de 9 de março de 2015, esse estudo é adequado e suficiente para considerar a decisão da AAAS que aprova o Plano de Reestruturação semelhante à de um credor privado. A rejeição do plano teria levado à falência, o que resultaria na não recuperação das dívidas, tendo em conta que apenas uma pequena parte da dívida à AAAS estava garantida e que o valor das obrigações ambientais associadas a obras de ecologização das terras era elevado. Assim, o estudo realizado pela AAAS a este respeito demonstrou que a AAAS teria recuperado mais com a aprovação do Plano de Reestruturação do que com a liquidação da Oltchim, já que, neste último caso, as obrigações ambientais são executadas a título prioritário ao abrigo do Despacho n.º 195/2005.

(106) A Roménia considera que a estimativa de recuperação de 20 % da dívida da AAAS após a execução do Plano de Reestruturação era credível na altura da votação.

(107) Em quarto lugar, a Roménia sublinhou que o pedido de rejeição do Plano de Reestruturação efetuado por três credores foi indeferido pelo tribunal nacional através da Decisão n.º 892, de 22 de abril de 2015. Este acórdão confirmou que o Plano de Reestruturação servia melhor os interesses do credor do que o cenário de falência, nomeadamente com base na estimativa de um montante de obrigações ambientais prioritárias de 464 milhões de EUR, que ultrapassava consideravelmente a estimativa da Winterhill de recuperação no cenário de liquidação, a qual correspondia a cerca de 108 milhões de EUR para ativos garantidos e 32 milhões de EUR para ativos sem oneração.

(108) A Roménia alega que os credores fiscais e não garantidos e as outras empresas públicas, como a AAAS e a Electrica, agiram como operadores de mercado ao optarem pelo Plano de Reestruturação em vez da liquidação da Oltchim: agiram como empresas privadas, como o Erste Group Bank AG e a Bulrom Gas Impex SRL, que tinham tanto dívidas garantidas como não garantidas e que também aprovaram o plano. A Roménia alega também que, antes do início do processo de insolvência, a Salrom impôs a condição do estabelecimento de uma garantia imobiliária para se tornar num credor garantido.

(109) Em quinto lugar, nas suas observações, a Roménia indicou que a Electrica tomou todas as medidas permitidas por lei para recuperar a sua dívida no processo de insolvência e evitar depender de um plano de reestruturação. Todavia, estas medidas foram rejeitadas pelos tribunais romenos. Por conseguinte, o voto a favor do plano era o último recurso de que dispunha, o que mostra que a Electrica agiu como um operador numa economia de mercado (OEM). O voto a favor do Plano de Reestruturação era a única opção para a recuperação da dívida de que dispunham os credores da Electrica que estavam registados tanto como credores garantidos como não garantidos.

(110) A Roménia alega que um operador/credor numa economia de mercado teria optado pelo Plano de Reestruturação, já que é a opção que, normalmente, nos processos de insolvência romenos e nos processos conhecidos pela Electrica, apresenta maior probabilidade de recuperação da dívida: A Roménia salienta que os administradores oficiais responsáveis pela elaboração do Plano têm a obrigação legal de maximizar os ativos do devedor e podem ser pessoalmente responsabilizados caso não obtenham o melhor resultado para os credores.

(111) A Roménia também explicou que o relatório, corroborado pelo Plano, indicava de forma plausível que a única possibilidade de a Electrica recuperar eventualmente uma parte do que lhe era devido era através da reestruturação. Segundo a Roménia, não é razoável afirmar que a Electrica devia ter suportado os custos elevados de outro estudo, tendo em vista a confirmação de aspetos referidos por profissionais bem conhecidos, que foram subscritos por tribunais nacionais e baseados na experiência económica: os custos de cumprimento das obrigações ambientais da Oltchim no processo de falência teriam reduzido a probabilidade ou mesmo tornado impossível a recuperação de qualquer montante pela Electrica dos seus créditos sobre a Oltchim.

(112) Em comparação, a potencial recuperação de 160 milhões de RON pela Electrica proporcionada pelo Plano de Reestruturação, mesmo que associada a um maior intervalo de tempo e a alguns riscos, era sem dúvida a solução preferível, tal como também foi demonstrado pelas ações dos outros credores privados, como o Erste Group Bank AG.

(113) A Roménia afirma que o voto da Salrom e da CET Govora contra o Plano de Reestruturação teria levado à impossibilidade de estas recuperarem a sua parte da dívida não garantida; assim, a aprovação do Plano de Reestruturação era a melhor opção, no âmbito da qual credores garantidos aceitaram remissões de dívida em troca da recuperação parcial das suas dívidas não garantidas.

4.2. **Observações dos terceiros interessados**

(114) Quatro partes interessadas pronunciaram-se sobre a decisão de início do procedimento: a PCC (um acionista minoritário na Oltchim), a Electrica, o consórcio de administradores judiciais Rominsolv e BDO (responsáveis pela administração judicial da Oltchim) e outra parte interessada que preferiu manter o anonimato.

4.2.1. *Rominsolv e BDO («R/BDO», os administradores oficiais da Oltchim no processo de insolvência)*

(115) A Rominsolv e a BDO, os administradores oficiais da Oltchim, elaboraram o Plano de Reestruturação, que foi posteriormente aprovado pelos credores da Oltchim. Apresentam um conjunto de argumentos a favor desse plano.

(116) No que diz respeito à **Medida 1**, a R/BDO alega que:

— A Comissão fez mal ao ter tido em consideração o valor de liquidação indicado no relatório da Raiffeisen, uma vez que este se baseia na hipótese da prossecução da atividade e não tem em conta as obrigações ambientais associadas ao cenário de liquidação. Por conseguinte, a avaliação da Comissão segundo a qual a AAAS teria recuperado 12 % da dívida em 2012 através da liquidação da Oltchim está errada.

— Para a AAAS, não eram viáveis outros meios de recuperação de dívidas (p. ex., procedimentos de execução), já que esta não dispunha de um título executivo e não iria conseguir obtê-lo em tão pouco tempo (entre setembro de 2012 e janeiro de 2013).

— Além disso, em setembro de 2012, o património da Oltchim deixou de incluir ativos que pudessem ser dados em garantia em troca do valor da dívida.

— Por último, a R/BDO indica um conjunto de partes do setor privado ([49]) que, naquele período, não obstante a deterioração da situação financeira da Oltchim, continuaram com a cooperação e prestaram apoio à Oltchim. Apenas duas ([50]) das 205 partes registadas na lista de credores da Oltchim aplicaram medidas de execução contra o devedor.

(117) No que diz respeito à **Medida 2**, a R/BDO alega que:

— O nível de participação da CET Govora no recomeço da atividade da Oltchim foi relativamente limitado, com uma dívida acumulada pelo fornecimento de eletricidade e vapor que ascendia a aproximadamente 25 milhões de RON (em comparação com o total da dívida de 84,2 milhões de RON em 31 de agosto de 2012). Ademais, a CET Govora calculou sanções moratórias com base nos acordos com a Oltchim, decorrentes das dívidas anteriores, as quais não devem ser consideradas como fazendo parte do apoio ao recomeço da produção.

— O nível de participação da Salrom no recomeço da produção da Oltchim também foi relativamente limitado, resultando numa dívida acumulada de apenas 1,8 milhões de RON, associada a entregas de produtos. O montante remanescente de 13,2 milhões de RON representa sanções moratórias, calculadas com base nos acordos com a Oltchim e decorrentes da dívida anterior, que não devem ser consideradas como fazendo parte do apoio ao recomeço da produção.

(118) Por último, a BDO alega que a Comissão ignorou a importância da interdependência tecnológica dos quatro principais intervenientes (Oltchim, CET Govora, Uzinele Sodice Govora e Salrom), cujas atividades são dependentes a nível tecnológico, pois existe entre si uma relação simultânea de fornecedor e cliente.

(119) No que diz respeito à **Medida 3**, a R/BDO alega que:

— A Comissão não alcançou o nível de prova exigido para demonstrar a imputabilidade ao Estado das decisões de determinadas EP (a saber, CET Govora, Romanian Waters, Salrom e Electrica) e da AAAS de votar a favor do Plano de Reestruturação.

— Os administradores oficiais, que elaboraram o Plano de Reestruturação, têm de respeitar os princípios da independência para assegurarem um procedimento eficiente, a igualdade de tratamento dos credores, um elevado nível de transparência e a maior recuperação possível dos créditos. O Plano de Reestruturação que elaboraram cumpria todos os requisitos da legislação romena e foi aprovado pelo juiz. Por conseguinte, não é razoável esperar que todos os credores investissem separadamente o seu tempo e os seus recursos na preparação de avaliações distintas para a recuperação dos respetivos créditos, como parece sugerir a Comissão.

— A Comissão fez mal em assumir que o relatório da Winterhill, nas suas estimativas do valor de liquidação da Oltchim, teve em conta todas as obrigações ambientais da Oltchim O relatório apenas teve em conta os custos normais de desmantelamento do equipamento, mas não os custos associados às obrigações ambientais. Por conseguinte, o Plano de Reestruturação presumia corretamente que, em caso de falência (liquidação), o valor dos créditos recuperáveis seria *zero* para todos os credores.

— Por fim, com base no número de indicadores económicos que mostram a melhoria da situação económica da Oltchim no processo de insolvência, era razoável acreditar que a Oltchim SPV podia ser vendida com sucesso no mercado pelo preço estimado de 306 milhões de EUR.

— Por último, a R/BDO alega que o montante de 306 milhões de EUR calculado pela Winterhill em 2013 é erróneo, mas que foi retificado no relatório apresentado aos credores na sua reunião de 4 de dezembro de 2014, que indicava um preço de venda esperado de 295 milhões de EUR.

([49]) Transilvania Bank, Banco Comercial Romeno, MFC Commodities GmbH Áustria, Chemimpex LTD Turquia, Tricon DRY LTD — EUA, Alum SA — Roménia, Arelco Power SRL — Roménia, SC Bulrom Gas SA, Uzinele Sodice Govora — Ciech Chemical Group SA.
([50]) Polcheme Societe Anonime e Bulrom Gas Impex SRL.

4.2.2. *Electrica*

(120) A Electrica alega que não é possível imputar ao Estado a sua decisão de votar a favor do Plano. Refere que a decisão de votar a favor do Plano foi delegada pela assembleia geral dos acionistas no administrador geral da Electrica SA, que foi a única pessoa responsável por esse voto. Por conseguinte, segundo a Electrica, a Medida 3 não pode ser imputável ao Estado.

(121) Além disso, a Electrica afirma que, mesmo que se se pudesse considerar que a decisão resultou dos poderes do Estado, foi uma decisão empresarial acertada e consonante com o PCEM. Essencialmente, a Electrica entende que a sua decisão de apoiar o Plano não conferiu qualquer vantagem à Oltchim; na sua opinião, tal é confirmado pelo comportamento semelhante de outros credores privados em situação comparável à da Electrica, que também votaram a favor do Plano.

(122) A Electrica alega igualmente que não realizou um estudo sobre credores numa economia de mercado, porque a R/BDO tinha a obrigação legal de aconselhar os credores sobre a forma de maximizarem as suas receitas.

4.2.3. *Terceiro interessado confidencial (anónimo)*

(123) A parte anónima concorda com as dúvidas da Comissão. Reitera os efeitos de distorção das medidas de apoio, em particular no mercado dos produtos do cloro e álcalis (soda cáustica). A parte anónima considera que a solução proposta de vender a Oltchim é um beco sem saída: as várias tentativas fracassadas de vender a Oltchim revelam a falta de interesse do mercado pela empresa; os relatórios financeiros da altura da Oltchim revelam um nível de rentabilidade que é demasiado baixo para a atividade se manter sustentável a longo prazo. Neste contexto, a única solução viável para a Oltchim seria uma reestruturação completa da atividade através do encerramento de instalações, da redução da capacidade e da possível saída do mercado.

(124) A parte anónima também salientou que uma parte significativa dos lucros obtidos pela Oltchim em 2015 e os lucros previstos para 2016 foram gerados com as vendas de soda cáustica, cujo preço de venda é cíclico e que, em 2015, atingiu os níveis mais elevados dos ciclos. Além disso, as taxas de exploração são excecionalmente baixas (30 % da utilização da capacidade global, que é muito baixa quando comparada com os níveis médios de 80 % na indústria do cloro e álcalis na UE). Por conseguinte, qualquer potencial comprador necessitaria de realizar investimentos consideráveis, o que é incompatível com o baixo EBITDA da Oltchim.

4.2.4. *PCC*

4.2.4.1. Observações da PCC sobre a Medida 1

(125) Segundo a PCC, se a AAAS tivesse agido como credor privado, teria optado pela execução do seu crédito sobre a Oltchim após o fracasso do processo de privatização em setembro de 2012, o que lhe teria permitido recuperar 12 % do seu crédito, em vez de optar por esperar por uma recuperação incerta durante todo o processo de reestruturação.

(126) A PCC alega que, depois de a privatização ter fracassado em setembro de 2012, se tornou ainda mais evidente que não havia interesse do mercado na compra da Oltchim. Esperar mais alguns anos pela elaboração de um plano de reestruturação e depois outros tantos pela sua execução colocaria em grande risco a valor de mercado dos ativos da Oltchim. Com o passar do tempo, os ativos da Oltchim tornavam-se cada vez mais obsoletos e inúteis.

(127) A PCC alega que a AAAS devia ter recorrido à legislação romena específica para a recuperação de dívidas públicas acumuladas ao Ministério das Finanças decorrentes de garantias estatais (Despacho n.º 29/2002), a qual prevê que os acordos de recuperação que transferem as garantias estatais do Ministério das Finanças para a AAAS são reconhecidos, nos termos da legislação, como títulos executivos. Por conseguinte, a PCC considera que a eventual execução desses títulos executivos poderia ter sido levada a cabo pela AAAS sem formalidades adicionais. A AAAS tinha à sua disposição vários métodos de execução para esses créditos, conforme previsto no Despacho de Urgência do Governo n.º 51/1998, relativo à realização de ativos do Estado.

(128) Ademais, a AAAS, entre os credores públicos garantidos, não pareceu tentar levantar a suspensão dos seus direitos de execução no âmbito do processo de insolvência, ao contrário da Electrica, que tentou, mas não conseguiu. Como tal, a AAAS não utilizou todos os instrumentos jurídicos de que dispunha para resolver o problema da falta de pagamento por parte da Oltchim.

4.2.4.2. Observações da PCC sobre a Medida 2

(129) A PCC considera que a CET Govora e a Salrom não agiram como operadores numa economia de mercado ao continuarem a fornecer a Oltchim, não obstante o não pagamento das dívidas pendentes, e que as suas decisões eram imputáveis ao Estado.

(130) Contrariamente à Electrica e à Electrica Furnizare, a CET Govora decidiu efetivamente continuar a fornecer eletricidade e vapor industrial à Oltchim, apesar de esta não lhe pagar o que devia e de os seus próprios bancos se mostrarem contrários a essa decisão; esta decisão levou à insolvência da própria CET Govora em 6 de maio de 2016: a PCC refere que, de acordo com o administrador judicial da CET Govora, esta tem subsidiado a Oltchim.

(131) A PCC argumenta que a decisão da CET Govora de recomeçar o seu fornecimento à Oltchim, após o fracasso da privatização em setembro de 2012, é imputável ao Estado. A PCC considera que a decisão da CET Govora de continuar o fornecimento à Oltchim foi tomada na sequência de decisões conexas do seu proprietário, o Conselho Distrital de Vâlcea, embora a incapacidade de pagamento da Oltchim fosse bem conhecida. A PCC também cita o mandatário da CET Govora, que refere que «a decisão de fornecer energia elétrica à Oltchim não teve uma motivação económica, mas política, constituindo um excelente exemplo da interferência política na gestão do devedor […]».

(132) Embora reconheça que a Oltchim era um cliente importante da Salrom, a PCC argumenta que um operador numa economia de mercado não teria continuado o fornecimento à Oltchim, dada a situação financeira desta última; a potencial liquidação da Oltchim só teria impacto numa filial da Salrom, afetando apenas 60 postos de trabalho. Por conseguinte, qualquer credor privado numa situação semelhante à da Salrom não teria aceitado a acumulação de dívidas e teria preferido reduzir o seu volume de negócios em prol da solidez da empresa.

(133) A PCC argumenta que a decisão da Salrom de recomeçar o seu fornecimento à Oltchim após o fracasso da privatização em setembro de 2012 é imputável ao Estado, que controla a Salrom; com efeito, o conselho de administração da Salrom é nomeado pela assembleia geral dos acionistas num contexto em que o Estado romeno detém uma maioria das ações (51 %) da Salrom e nomeia representantes do Estado para o conselho de administração.

4.2.4.3. Observações da PCC sobre a Medida 3

(134) A PCC argumenta que a AAAS, a CET Govora e a Electrica, ao aceitarem a remissão da dívida, em vez de executarem os seus créditos, não agiram como credores numa economia de mercado.

(135) A PCC afirma que o Plano de Reestruturação aprovado pelos credores não contém elementos de uma verdadeira reestruturação ([51]), limitando-se, basicamente, à reestruturação e liquidação de uma única dívida. A PCC alega que o plano de reestruturação elaborado pelos acionistas poderia ter sido uma melhor opção, mas não foi executado, não obstante as suas propostas, porque as autoridades romenas não o aprovaram.

(136) Sem medidas de reestruturação a longo prazo da atividade principal da Oltchim, é improvável que esta volte a ser viável e rentável.

Valor de mercado

(137) Por um lado, a PCC sublinha que o valor de mercado em 2013 fixado pela Winterhill Roménia era muito incerto e que um operador prudente numa economia de mercado não o teria considerado correto ao tomar uma decisão sobre o Plano de Reestruturação dois anos depois, em abril de 2015.

([51]) A Lei da Insolvência romena exige que o Plano de Reestruturação preveja a reestruturação da atividade e/ou do devedor, a reestruturação da empresa (com a alteração da estrutura acionista) e a limitação da atividade do devedor através da liquidação de alguns dos seus ativos. O plano também deve incluir as perspetivas de restabelecimento da viabilidade do devedor. As condições *supra* não são observadas no Plano de Reestruturação aprovado pelos credores.

(138) As numerosas tentativas fracassadas de privatização anteriores, em 2001, 2003, 2006, 2007, 2008 e 2012, indicavam claramente, segundo a PCC, que não havia investidores interessados em adquirir ações na privatização através da criação de uma SPV proposta pelos administradores judiciais. A PCC acrescenta que o preço fixado para a privatização não é devidamente justificado e que não pode ser considerado uma base fiável para aprovar o plano. Segundo a PCC, o Plano é apenas uma forma de dar continuidade a atividades não rentáveis e de adiar a efetiva falência da Oltchim.

(139) A PCC argumenta igualmente que o preço da Oltchim teria, muito provavelmente, descido entre 2013 e 2015, uma que não seria possível recomeçar a atividade de instalações que estavam sem funcionar há dois anos. Assim sendo, a única componente de valor no local de produção de Bradu seria o terreno, não obstante as obrigações ambientais associadas.

(140) Para fundamentar a sua alegação, a PCC cita o preço proposto, no âmbito do processo fracassado de privatização, em 2012, por uma pessoa singular (Dan Diaconescu), de cerca de 45 milhões de EUR, ou seja, seis vezes inferior ao preço estimado pela Winterhill para a Oltchim. De igual modo, um representante da Chimcomplex que, em 2016, avançou com uma proposta de compra dos ativos funcionais da Oltchim salientou, nesse ano, que o valor da Oltchim era significativamente inferior ao preço solicitado no âmbito Plano de Reestruturação.

(141) A PCC frisou que as decisões dos credores públicos foram tomadas num contexto em que a Oltchim continuava a não ser rentável na ausência de um verdadeiro plano de reestruturação; além disso, os lucros registados pela Oltchim foram gerados de forma artificial através das remissões de dívida e não significaram uma melhoria da situação financeira da Oltchim. Os resultados positivos nas demonstrações financeiras eram apenas o produto de vários métodos de contabilidade. Segundo um relatório independente encomendado pela empresa […] em nome da PCC, a Oltchim registou perdas contínuas entre 1 de janeiro de 2013 e 30 de junho de 2016, depois de ter neutralizado elementos extraordinários (como a remissão da dívida em 2015) devido a ativos improdutivos, nomeadamente a unidade petroquímica de Bradu, VCM e PVC. O referido relatório conclui igualmente que o valor dos ativos corpóreos não correntes em 31 de dezembro de 2015, que representavam mais de 84 % dos ativos da Oltchim, devia ser entre 14 milhões e 128 milhões de EUR, dependendo da venda esperada da Oltchim SPV entre dezembro de 2013 e dezembro de 2014, bem como do cenário (A ou B) previsto no Plano de Reestruturação elaborado pelos administradores nomeados pelo tribunal ([52]), que é inferior ao valor de liquidação estimado pela Winterhill (141 milhões de EUR).

Valor de liquidação

(142) Segundo a PCC, a comparação do valor de mercado estimado da Oltchim com o seu valor de liquidação era errónea pelas razões que se seguem.

(143) Em primeiro lugar, existiam outras alternativas, como a venda em curso da Oltchim em pacotes de ativos.

(144) Em segundo lugar, o montante das obrigações ambientais calculado pela Oltchim (463,7 milhões EUR) no cenário de liquidação parece exagerado, com vista a privilegiar o Plano de Reestruturação em detrimento da liquidação da Oltchim, uma vez que não se baseia em relatórios externos independentes. Não existem informações sobre as razões pelas quais os administradores judiciais não solicitaram um novo estudo. Tais obrigações ambientais estimadas pela Oltchim no cenário de liquidação também teriam de ser tidas em conta pelo comprador potencial da Oltchim SPV na sua proposta. Por último, a PCC concorda com a Comissão que, no cenário de liquidação, uma grande parte dos ativos pode ser adquirida por um comprador que exerça atividades industriais no local de produção da Oltchim, evitando assim a demolição total das instalações incluída nesta estimativa. Por outro lado, a PCC sublinha a incerteza em torno do montante das obrigações ambientais da Oltchim no Plano de Reestruturação de 2015.

Comparação entre valor de mercado e valor de liquidação

(145) Em terceiro lugar, num contexto em que, após a entrada da Oltchim em processo de insolvência, novos créditos se tornassem prioritários em relação à dívida pré-existente, alguns credores poderiam ter tido interesse em solicitar a entrada da Oltchim na fase de liquidação em vez de esperarem pela acumulação dessa dívida nova, o que reduziria a probabilidade de recuperação. A PCC também alega que a dívida contraída pela Oltchim depois de ter entrado no processo de insolvência pode ter sido subestimada. Se tal fosse verdade, teria levado à redução das perspetivas de recuperação e, consequentemente, a mais remissões de dívida para os credores no cenário do Plano de Reestruturação.

([52]) A PCC apresentou outro estudo, realizado pela […], no qual era posto em causa o preço de venda esperado da Oltchim Está em contradição com o valor de venda estimado no Plano de 306 milhões de EUR.

Outras observações sobre a Medida 3

(146) Além disso, a PCC alega que os credores públicos deviam ter tido em conta a duração da fase de reestruturação comparativamente à duração do processo de falência. A elaboração de um plano de reestruturação viável e a sua execução exigem muito mais tempo do que a liquidação da Oltchim através de uma venda de ativos imediata.

(147) Ademais, os credores do Estado deviam ter tirado proveito da sua situação.

— Nos termos da Lei da Insolvência romena [artigo 94.º, alínea c)], um ou mais credores que detenham pelo menos 20 % de todos os créditos podem propor um plano de reestruturação. Dado que a AAAS detinha, por si só, 34,7 % de todos os créditos, podia ter proposto um plano diferente, com um resultado mais favorável para si e para outros credores públicos.

— Embora representasse 91 % da categoria de credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência, a situação privilegiada da CET Govora permitia-lhe influenciar o Plano de Reestruturação, mas não o fez.

— A Salrom e o Serviço Nacional da Água Romeno também aprovaram o Plano nas duas categorias da dívida a que cada uma pertencia, embora o seu estatuto lhes permitisse executar os seus créditos enquanto credor garantido e credor orçamental público, respetivamente.

(148) Por último, a PCC referiu que, embora alguns credores privados em situação semelhante à do Estado tivessem votado a favor do Plano de Reestruturação, não seria correto presumir que os credores públicos, nomeadamente a AAAS, se encontravam numa situação semelhante à de operadores prudentes numa economia de mercado pelo facto de alguns credores privados terem votado a favor do Plano: ao contrário destes últimos, que detinham tanto dívidas garantidas como não garantidas, quase toda a dívida da AAAS era efetivamente não garantida; além disso, aqueles credores privados estavam conscientes de que o Estado romeno tomaria todas as medidas e ações necessárias para assegurar, a todo o custo, sobrevivência da Oltchim, pelo que decidiram juntar-se ao Estado nos seus esforços.

(149) A PCC considera que a Medida 3 é imputável ao Estado, uma vez que o Plano de Reestruturação não poderia ter sido aprovado sem o consentimento dos credores públicos, que detinham a maioria dos votos (superiores a 50 %) na maior parte das categorias de credores: o Estado controlava efetivamente a decisão em todas as categorias de credores, exceto na dos créditos garantidos e na dos trabalhadores. Como tal, os credores privados que aprovaram o Plano de Reestruturação agiram mais como seguidores da decisão do Estado do que como promotores desse Plano de Reestruturação. A PCC refere ainda que está «consciente de que alguns credores privados parecem ter adotado a mesma abordagem que o Estado (ou seja, também votaram a favor do Plano, embora este não lhes fosse favorável, já que sofreram grandes remissões de dívida)». Contudo, a PCC considera que «foi o Estado que criou esta «prática de mercado» e não o contrário (não foi o Estado que seguiu a tendência). Isto porque o Estado controlava a Oltchim antes da insolvência e a votação do [P]lano de [R]eestruturação e porque era evidente para os outros credores que o Estado faria todos os possíveis para assegurar a sobrevivência da Oltchim».

4.3. **Resposta da Roménia às observações dos terceiros interessados** ([53])

4.3.1. *Observações complementares da Roménia sobre a Medida 1:*

(150) A Roménia considera que a AAAS agiu como um credor privado «juridicamente limitado», ao calcular os juros até à entrada da Oltchim em processo de insolvência, e rejeita a alegação da PCC de que a AAAS não tomou medidas com vista à execução dos seus créditos. A Roménia afirma que o Memorando foi proposto pelos Ministérios das Finanças Públicas e Economia, do Comércio e do Ambiente, bem como pela OPSPI. Quanto às limitações *de facto*, a Roménia explica que a AAAS não conseguiu penhorar as contas bancárias (ou seja, realizar uma apreensão), pois já tinham sido penhoradas pela Electrica.

(151) A Roménia contesta a lógica do argumento apresentado pela PCC, segundo o qual a AAAS devia ter requerido a execução dos seus créditos: nessas circunstâncias, a Oltchim teria sido obrigada a dar início ao processo de insolvência. o que impediria a AAAS de recuperar os seus créditos no âmbito desse processo, conforme alega a PCC.

([53]) Ver observações da Roménia de 28 de novembro de 2016.

(152) A Roménia considera irrealista a opinião da PCC de que a AAAS devia ter penhorado os bens e os ativos da Oltchim, pelo facto de os credores privados não terem aplicado este método.

4.3.2. *Observações complementares da Roménia sobre a Medida 2:*

(153) No que respeita à CET Govora e à Salrom, a Roménia afirma que as dívidas correntes pós-insolvência estavam a ser pagas pela Oltchim sem qualquer atraso.

(154) A Roménia entende que as empresas públicas agiram efetivamente como empresas privadas, nomeadamente a Bulrom Gas Impex (um fornecedor local da Oltchim), pelo que o seu comportamento era compatível com o teste do credor privado e do comprador privado.

4.3.3. *Observações complementares da Roménia sobre a Medida 3:*

(155) Em primeiro lugar, a Roménia afirma que solução de elaborar um plano de reestruturação gerido pelos acionistas, conforme referida pela PCC nas suas observações, deixou de ser aplicável ao abrigo da Lei da Insolvência na sequência da abertura do processo de reestruturação judicial; segundo a Roménia, o processo de reestruturação proposto pela PCC favoreceria os acionistas em detrimento dos credores, não recebendo, por isso, a aprovação destes últimos.

(156) A Roménia contesta a opinião da PCC de que a situação financeira da Oltchim estava «abaixo do aceitável […] e ainda gerava perdas», e sublinha que a Oltchim ocupa o 63.º lugar na lista das 100 empresas mais rentáveis do sudeste da Europa, elaborada pela SeeNews ([54]).

(157) No que se refere à avaliação dos ativos da Oltchim realizada pela […] e comunicada pela PCC, a Roménia não contraria o ajustamento para a normalização relacionado com a remissão da dívida, mas rejeita, nomeadamente, a utilização do método dos fluxos de caixa atualizados (FCA) para fins de avaliação dos ativos da Oltchim. A Roménia refere os materiais de formação das universidades de Harvard e Stern para sustentar o facto de que o método FCA está orientado para avaliar empresas, não sendo adequado para avaliar ativos.

(158) A Roménia rejeita igualmente a ideia defendida pela PCC de que o comportamento dos credores privados terá sido influenciado pela AAAS, uma vez que pelo menos dois dos bancos signatários (designadamente Erste Bank AG e Banca Transilvania) são instituições sólidas, independentes e de nível mundial.

(159) A Roménia sublinha que os credores privados eram essencialmente quem tinha mais poder de decisão relativamente ao Plano de Reestruturação da Oltchim, já que, em particular, representavam 61,5 % dos credores garantidos, que tiveram um papel decisivo ao aprovarem uma remissão parcial da dívida, o que foi indispensável para a aprovação do Plano por cada categoria.

(160) A Roménia alega que as expectativas de recuperação para as entidades públicas no âmbito do Plano de Reestruturação proposto pelo administrador judicial ascendiam a 500 milhões de RON, ou seja, eram sete vezes mais elevadas do que uma potencial recuperação de 72 milhões de RON no âmbito do processo de falência.

(161) Além disso, segundo a Roménia, a AAAS conseguiu recuperar mais de 18 % do seu crédito total no âmbito do Plano de Reestruturação em comparação com apenas um máximo de 12 % previsto no cenário de liquidação, com base no estudo da Raiffeisen.

(162) A Roménia afirma igualmente que, segundo os administradores judiciais da Oltchim, em caso de falência, evitar ou subestimar os custos ambientais tem consequências penais nos termos da Lei da Insolvência.

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

(163) A Roménia argumenta ([55]) que as regras de votação preveem que o Plano de Reestruturação não podia ser adotado sem a aprovação dos credores garantidos, enquanto categoria desfavorecida ao abrigo da legislação. Por conseguinte, estes são os credores privados, que detêm uma maioria na categoria dos mutuantes garantidos, os quais iniciaram e possibilitaram a adoção do plano; como tal, não agiram como simples seguidores dos credores públicos, como afirmou a PCC, e a Roménia especificou ([56]) que os credores garantidos eram uma categoria desfavorecida. Assim sendo, se tivessem rejeitado o Plano, a condição estabelecida no artigo 101.º, n.º 2, alínea c), da Lei da Insolvência não teria sido cumprida, impedindo as outras categorias de adotarem o Plano.

(164) A Roménia frisa igualmente a diferença entre as anteriores tentativas fracassadas de privatização e o processo de 2012, que se baseava na venda dos ativos da Oltchim transferidos para uma SPV, o que significa que o comprador não adquiria o balanço completo da Oltchim, que incluía as dívidas, mas apenas os seus ativos.

(165) A Roménia alega que o valor das dívidas correntes está a diminuir em resultado de a Oltchim produzir um EBITDA positivo.

(166) Ademais, a Roménia contesta a opinião da [parte anónima] segundo a qual a Oltchim seria «estruturalmente não rentável»: As dificuldades da Oltchim decorrem sobretudo de más decisões de administração.

(167) Nas suas observações datadas de 16 de maio de 2018, as autoridades romenas frisaram os seguintes elementos, para além do acima referido:

(168) Em primeiro lugar, os credores públicos não conferiram qualquer vantagem à Oltchim, porque se pode considerar que agiram *pari passu* com os credores privados em todas as categorias, ou seja, credores garantidos, credores orçamentais, fornecedores essenciais e credores não garantidos.

(169) Em particular, a maioria dos credores garantidos votou a favor do Plano por estar convencida de que não iria obter um montante que cobrisse integralmente os seus créditos em caso de liquidação. O mero facto de a AAAS ter créditos tanto nas categorias dos credores garantidos como nas categorias dos credores orçamentais não afeta a sua observação sobre o comportamento *pari passu*, já que a AAAS esperava receber um montante superior no âmbito do Plano do que em caso de liquidação.

(170) O facto de os credores garantidos que votaram a favor do Plano terem aceitado uma remissão no âmbito do mesmo significou que os créditos dos credores orçamentais não tinham valor no cenário de liquidação. Em particular, para assegurar que estes últimos votassem a favor do Plano, os credores garantidos aceitaram limitar a sua parte das receitas (concordando com uma anulação *de facto* dos seus créditos de 20 % a 27 %) a favor das categorias inferiores, que não receberiam nada em caso de liquidação.

(171) O voto favorável da maioria de credores não garantidos (40,5 % dos créditos, que eram detidos pela Electrica) também demonstra a sua confiança no Plano, apesar de o seu voto ter pouca relevância, uma vez que não podiam esperar quaisquer créditos quer em caso de liquidação quer no âmbito do Plano de Reestruturação.

(172) Em segundo lugar, as autoridades romenas, a quem a Comissão deu a oportunidade de se pronunciar sobre o projeto de teste do OEM que preparou do ponto de vista dos credores garantidos, credores orçamentais, fornecedores essenciais e credores não garantidos, com base nas provas existentes (a versão final consta do anexo I da presente decisão), apresentaram observações diferentes a este respeito. Em particular, as autoridades romenas relativizam a diferença entre a venda da Oltchim SPV prevista no Plano de Reestruturação e a venda *in situ*, vista pela Comissão como um de três cenários de liquidação possíveis. A Roménia salienta que não se pode esperar que o cenário de liquidação obtenha receitas mais elevadas do que o Plano de Reestruturação. Por fim, a Roménia apresentou diversas observações de natureza técnica sobre a forma como um credor numa economia de mercado teria estimado as receitas e os custos tanto no Plano de Reestruturação como no cenário de liquidação, excluindo as obrigações ambientais, cuja neutralização a Roménia contesta.

([55]) Ver o ponto 35 da resposta da Roménia às observações dos terceiros interessados sobre a decisão de início do procedimento,
([56]) Ver a resposta da Roménia de 16 de maio de 2018 — anexo I, ponto R7.

(173) Em terceiro lugar, em geral, a opção escolhida pelos credores, ou seja, votar a favor do Plano, foi claramente em seu benefício, uma vez que as receitas obtidas com a venda dos ativos operacionais através de pacotes de ativos — mesmo representando apenas 57 % — conferiam muitas mais vantagens do que o cenário médio em caso de falência. Além do acima referido, seriam obtidos montantes adicionais com a venda dos restantes 43 % dos ativos e, em resultado, o seu benefício seria superior no processo de reestruturação. Além disso, estima-se que a Oltchim pagaria cerca de 8 milhões de EUR da sua dívida corrente durante o primeiro semestre de 2018, o que significaria uma dívida corrente menor e uma maior repartição pelos credores no âmbito do processo de reestruturação.

5. **PROCESSO DE VENDA DOS ATIVOS DA OLTCHIM**

(174) Na sua decisão de início do procedimento (ver considerando 85), a Comissão concluiu que o processo de venda previsto no Plano de Reestruturação inicialmente aprovado podia conduzir a uma continuidade económica entre a Oltchim SA e um eventual adquirente da Oltchim SPV. A fim de evitar qualquer transferência de eventuais auxílios estatais incompatíveis para os compradores dos ativos da Oltchim, as autoridades romenas decidiram reestruturar o processo de venda, com vista a assegurar a descontinuidade económica entre a Oltchim e os seus potenciais compradores.

(175) Mais especificamente, em julho e agosto de 2016, com o apoio de consultores, a Oltchim realizou uma análise dos seus ativos e identificou opções para uma oferta pormenorizada dos ativos, a fim de maximizar o preço de vendas acumulado potencial. Isto levou à identificação de nove pacotes de ativos ([57]). Na sequência do anúncio público da venda da Oltchim durante agosto de 2016, foi distribuído por 23 proponentes um Memorando Informativo e o prazo para a apresentação das propostas foi prolongado várias vezes, sendo levados a cabo exercícios do dever de diligência (incluindo visitas aos locais e avaliação da viabilidade técnica).

(176) O plano revisto, que se baseia na venda através de pacotes de ativos (e não de uma SPV), foi formalmente aceite pela assembleia geral dos credores de 6 de março de 2017. O juiz síndico confirmou e alterou o Plano de Reestruturação em 28 de junho de 2017 e a sua decisão tornou-se definitiva em 16 de outubro de 2017 (quando o tribunal superior negou provimento a um recurso apresentado por um terceiro interessado).

(177) Na sequência da receção das propostas, o vendedor (a AT Kearney em nome da Oltchim) identificou as seguintes combinações potenciais de propostas com o maior valor cumulado para os credores:

— a White Tiger Wealth Management para todos os pacotes de ativos, exceto os n.os 2 e 6, por um preço total de [[…] milhões de EUR].

— a Chimcomplex para os pacotes de ativos n.os 1, 2, 3, 4, 5 e 7, este último apenas parcialmente, por um preço total de 127 milhões de EUR, a Dynamic Selling Group («DSG») para o pacote de ativos n.º 6, por um preço total de […] milhões de EUR (posteriormente revisto), e a International Process Plants and Equipment (IPP) para os pacotes de ativos n.os 8 e 9, por um preço de […] milhões de EUR.

(178) A assembleia geral dos credores reuniu-se em 18 de dezembro de 2017 e aprovou o contrato de compra e venda com a Chimcomplex, tendo rejeitado todas as outras propostas ([58]). Uma vez que a decisão da assembleia dos credores foi contestada em tribunal, o novo prazo inicial foi adiado para 17 de outubro de 2018.

([57]) Estes nove pacotes de ativos eram: 1) o pacote de ativos do cloro e álcalis, que corresponde às instalações de transformação de eletrólise de membrana e soda cáustica; 2) o pacote de ativos dos oxo-álcoois, que corresponde às instalações de produção de oxo-álcoois e a uma antiga unidade de DOP, que podia ser adaptada para a produção de DOTP, um plastificante aceite no mercado europeu; 3) o pacote de ativos dos PO/polióis, que inclui, maioritariamente, as instalações de cal, óxido de propileno e polióis; 4) o pacote de ativos dos serviços, que contém, maioritariamente, infraestruturas industriais importantes e terrenos no local de produção de Vâlcea, que se destinam à gestão das instalações industriais de outros pacotes de ativos naquele local; 5) o pacote de ativos das automotoras, que inclui, maioritariamente, uma grande frota constituída por vários vagões-cisterna especificamente utilizados para o transporte de materiais e produtos produzidos no local de produção de Vâlcea e/ou noutros locais de produção semelhantes; 6) as instalações de PVC da Ramplast, para a produção de perfis de PVC para janelas e portas; 7) o pacote de ativos de VCM/PVC, que inclui maioritariamente instalações inativas de produção de monómero de cloreto de vinilo e a síntese de PVC; 8) o pacote de ativos de Bradu, composto, maioritariamente, pela antiga unidade petroquímica e as instalações de Pitesti-Bradu, incluindo os equipamentos de craqueamento, hidrogenação e polimerização (PE/PP); e 9) pacote de ativos do anidrido ftálico, composto, maioritariamente, pela unidade de anidrido ftálico no local de produção de Vâlcea.

([58]) Conforme explicou o vendedor, a White Tiger Wealth Management não conseguiu apresentar garantias suficientes para a transação, tendo acabado por decidir unilateralmente retirar-se da transação em 23 de outubro de 2017.

(179) No que diz respeito ao pacote n.º 6, o preço da venda foi negociado com a DSG e aumentou de 1,9 milhões de EUR para 2,6 milhões de EUR. Neste contexto, foi assinado um contrato de compra e venda de ativos em 1 de fevereiro de 2018. A venda foi aprovada pela assembleia dos credores em 26 de fevereiro de 2018 e concretizada em 12 de junho de 2018.

(180) No que diz respeito aos ativos remanescentes não vendidos (pacote n.º 7 — transformação de PVC; pacote n.º 8 — unidade petroquímica de Bradu; pacote n.º 9 — anidrido ftálico; e alguns ativos individuais do pacote n.º 7 — VCM/PVC), a assembleia dos credores tentou obter melhores propostas de preços, mas as negociações não foram bem-sucedidas.

(181) Em maio de 2018, foi lançado um novo concurso para os pacotes de ativos remanescentes (não funcionais) n.ºs 8 e 9, bem como para a parte não vendida do pacote de ativos n.º 7 ([59]). O prazo previsto para a liquidação dos ativos remanescentes é abril de 2019.

6. **APRECIAÇÃO DO AUXÍLIO**

(182) Em primeiro lugar, a Comissão irá examinar se as Medidas 1 a 3 a favor da Oltchim implicam um auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE (ver secção 6.1 abaixo). A Comissão irá apreciar se a Oltchim era uma empresa em dificuldade (ver secção 6.2 abaixo). Por último, a Comissão irá examinar se o auxílio já foi aplicado (ver secção 6.3 abaixo) e, consequentemente, se tal auxílio é compatível com o mercado interno (ver secção 6.4 abaixo).

6.1. **Existência de auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE**

(183) Nos termos do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE «são incompatíveis com o mercado interno, na medida em que afetem as trocas comerciais entre os Estados-Membros, os auxílios concedidos pelos Estados ou provenientes de recursos estatais, independentemente da forma que assumam, que falseiem ou ameacem falsear a concorrência, favorecendo certas empresas ou certas produções».

(184) Os critérios estabelecidos no artigo 107.º, n.º 1, do TFUE são cumulativos. Nesta aceção, a qualificação de uma medida como «auxílio estatal» implica, por conseguinte, que sejam preenchidas as seguintes condições cumulativas:

1) A medida deve ser imputável ao Estado e financiada através de recursos estatais;

2) A medida deve conferir uma vantagem ao beneficiário;

3) Essa vantagem deve ser seletiva; e

4) A medida deve falsear ou ameaçar falsear a concorrência e afetar as trocas comerciais entre os Estados-Membros.

6.1.1. *Origem estatal (imputabilidade e utilização de recursos estatais)*

(185) Conforme estabelecido pelo Tribunal de Justiça ([60]), para que as medidas se qualifiquem como auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE, a) têm de provir de recursos estatais, seja direta ou indiretamente, por meio de um organismo intermediário que atue ao abrigo de poderes nele delegados, e b) devem ser imputáveis ao Estado. O conceito de Estado-Membro engloba as autoridades públicas a todos os níveis, independentemente de se tratar de uma autoridade nacional, regional ou local ([61]).

6.1.1.1. Medida 1: AAAS — a não execução e a nova acumulação de dívidas entre setembro de 2012 e janeiro de 2013

(186) Conforme referido no considerando 14 *supra*, a AAAS é parte da administração pública, subordinada ao governo. Por conseguinte, a não execução da dívida vencida (capital e juros) por esta entidade, a nova acumulação e a anulação de dívidas que normalmente deviam ter sido pagas à AAAS oneram o orçamento do Estado e envolvem recursos estatais.

(187) À luz do que precede, a Medida 1 é imputável ao Estado e envolve a transferência de recursos estatais.

([59]) Segundo a reposta da Roménia de 16 de maio de 2018, todos eles são ativos não funcionais.
([60]) Ver processo C-482/99, França/Comissão (Stardust Marine), ECLI:EU:C:2002:294.
([61]) Processo C-248/84, Alemanha/Comissão, ECLI:EU:C:1987:437, n.º 17.

6.1.1.2. Medida 2: CET Govora e Salrom — apoio às operações da Oltchim sob a forma de fornecimento contínuo não pago desde setembro de 2012

(188) Nos casos em que uma autoridade pública concede uma vantagem a um beneficiário, a medida é, por definição, imputável ao Estado, mesmo que a autoridade em questão goze de autonomia jurídica em relação às outras autoridades públicas.

(189) No entanto, a imputabilidade é menos evidente se a vantagem for concedida através de empresas públicas ([62]). Nesses casos, é necessário determinar se é possível considerar que as autoridades públicas estiveram implicadas, de uma forma ou de outra, na adoção da medida ([63]).

(190) Como tal, a imputabilidade ao Estado de uma medida adotada por uma empresa pública pode ser deduzida de um conjunto de indícios resultantes das circunstâncias do caso concreto e do contexto no qual essa medida foi tomada ([64]). Entre os possíveis indícios para determinar se uma medida é imputável incluem-se os seguintes:

a) Estatuto jurídico da empresa, regulado pelo direito público ou pelo direito comum das sociedades;

b) A integração da empresa nas estruturas da administração pública;

c) A natureza das suas atividades e o exercício destas no mercado em condições normais de concorrência com operadores privados;

d) O facto de o organismo em questão não poder ter tomado a decisão contestada sem ter em conta as exigências das autoridades públicas;

e) O facto de que a empresa, por intermédio da qual foram concedidos os auxílios, teve de ter em conta as orientações emanadas dos organismos governamentais ([65]);

f) A intensidade do controlo que as autoridades públicas exercem sobre a gestão da empresa.

(191) No que respeita à Salrom, a Comissão observa que o conselho de administração da empresa é nomeado pela assembleia geral dos acionistas, num contexto em que o Estado romeno detém uma maioria das ações (51 %) da Salrom e nomeia representantes do Estado para o conselho de administração.

(192) Além disso, uma vez que a Salrom é considerada uma empresa pública, o seu orçamento anual está sujeito à aprovação do Estado. Esta aprovação *ex ante* diz respeito, nomeadamente, aos montantes que correspondem às dívidas comerciais a receber dos clientes (como a Oltchim).

(193) De qualquer modo, não é necessário concluir que as ações da Salrom são imputáveis ao Estado no que se refere à Medida 2, uma vez que a Comissão considera que esta última não constitui um auxílio à Salrom (ver considerando 263 abaixo).

(194) No que diz respeito à CET Govora, a Comissão salienta que a empresa está registada como empresa integralmente estatal, tendo como único acionista o distrito de Vâlcea, e que, antes de entrar em insolvência, foi administrada pelo Conselho Distrital de Vâlcea ([66]).

(195) Ademais, a Comissão observa que as decisões de assinar um novo contrato de eletricidade com a Oltchim e, posteriormente, de aumentar o fornecimento, foram tomadas durante a execução de várias decisões ([67]) emitidas pelo Conselho Distrital de Vâlcea, a fim de assegurar o fornecimento à Oltchim.

([62]) O conceito de empresas públicas pode ser definido por referência à Diretiva 2006/111/CE da Comissão, de 16 de novembro de 2006, relativa à transparência das relações financeiras entre os Estados-Membros e as empresas públicas, bem como à transparência financeira relativamente a certas empresas (JO L 318 de 17.11.2006, p. 17). Segundo o artigo 2.º, alínea b), da referida diretiva, entende-se por «empresa pública», qualquer empresa em que os poderes públicos possam exercer, direta ou indiretamente, uma influência dominante em consequência da propriedade, da participação financeira ou das regras que a disciplinam».

([63]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 16 de maio de 2002, França/Comissão (Stardust Marine), C-482/99, ECLI:EU:C:2002:294, n.º 52.

([64]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 16 de maio de 2002, França/Comissão (Stardust Marine), C-482/99, ECLI:EU:C:2002:294. Ver também Acórdão do Tribunal Geral de 26 de junho de 2008, SIC/Comissão, T-442/03, ECLI:EU:T:2008:228, n.ºs 93 a 100.

([65]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 23 de outubro de 2014, Commerz Nederland, C-242/13, ECLI:EU:C:2014:2224, n.º 35.

([66]) Ver o Despacho do Governo n.º 1005/2002, conforme mencionado no sítio da empresa: www.cetgovora.ro

([67]) Decisão n.º 27, de 31 de agosto de 2012, Decisão n.º 58, de 31 de outubro de 2012, Decisão n.º 61, de 16 de novembro de 2012, Decisão n.º 86, de 28 de dezembro de 2012.

(196) Também não seria plausível considerar que a CET Govora estava livre de qualquer influência do Estado, dado o comportamento da empresa num contexto mais global; Por exemplo, imediatamente após o fracasso da privatização, o diretor executivo da CET Govora foi imediatamente nomeado diretor executivo da Oltchim em outubro de 2012, tendo regressado, posteriormente, à CET Govora, em fevereiro de 2013, assim que a Oltchim entrou em insolvência ([68]).

(197) Não obstante a Roménia ter alegado que o diretor executivo da CET Govora aconselhou o Conselho Distrital de Vâlcea a tomar decisões no melhor interesse da empresa durante o período apreciado, outros elementos revelados pelos escândalos de corrupção de alto nível em que o diretor executivo da CET Govora esteve envolvido (acabando por ser condenado pelos tribunais penais nacionais, juntamente com um membro do governo) contradizem esta alegação ([69]). Mais especificamente, em junho de 2018, os tribunais penais nacionais condenaram o ministro dos Transportes em funções naquela altura por *tráfico de influência*, que exerceu sobre o diretor executivo da CET Govora, para que este último celebrasse vários contratos desvantajosos e desnecessários em nome da CET Govora, tendo como principal objetivo desviar recursos da empresa. Pela sua atividade criminosa conjunta de *abuso de poder* e *tráfico de influência*, exercida de forma continuada entre outubro de 2011 e julho de 2014, os tribunais penais nacionais condenaram tanto o ministro como o diretor executivo da CET Govora.

(198) Em consequência, e independentemente da posição subjetiva da CET Govora quanto ao mérito da prossecução do fornecimento à Oltchim, a Comissão observa que a CET Govora não podia tomar a decisão contestada sem ter em conta as exigências das autoridades públicas e que a CET Govora agiu, em última instância, com base nas orientações emanadas dos organismos governamentais (ou seja, as decisões do Conselho Distrital de Vâlcea). Por conseguinte, a Comissão conclui que, no caso da CET Govora, a medida é imputável ao Estado.

(199) Uma vez que a CET Govora é uma empresa pública, a Comissão conclui que a sua decisão de adiar o prazo para os pagamentos e de continuar o fornecimento à Oltchim onera os recursos estatais.

(200) À luz do que precede, a Medida 2 é imputável ao Estado no que diz respeito à CET Govora e envolve uma transferência de recursos estatais.

6.1.1.3. Medida 3: AAAS e EP (em particular, Electrica, Salrom, CET Govora e Serviço Nacional da Água) — a anulação da dívida de 2015 no âmbito do Plano de Reestruturação

(201) Em primeiro lugar, a Comissão salienta que, nos termos da Lei da Insolvência, o Plano não podia ser aprovado sem o consentimento da AAAS (que detém a maioria do valor dos créditos na categoria dos credores orçamentais) ou da CET Govora (que detém a maioria do valor dos créditos na categoria dos fornecedores cativos, ou seja, os credores não garantidos, nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência), cujas ações foram imputáveis ao Estado (ver considerandos 187 e 200).

(202) Em segundo lugar, a Comissão também observa que o Plano de Reestruturação foi elaborado pelo administrador nomeado pelo tribunal, que é do Estado. O Plano de Reestruturação foi posteriormente aprovado graças aos credores públicos e privados, que tinham assinado previamente, em novembro de 2012, um Memorando iniciado pelo Estado.

(203) Tal Memorando (assinado por 12 partes, das quais 10 pertenciam à administração pública ou eram estatais ([70]) e apenas duas eram instituições financeiras privadas ([71]) — ver considerando 31) foi elaborado por três ministros e aprovado pelo primeiro-ministro. Assim, o Memorando foi o canal utilizado pelo Estado, ao nível mais elevado, para manter a Oltchim no mercado.

([68]) https://romanialibera.ro/actualitate/eveniment/directorul-oltchim-a-demisionat-la-presiunea-angajatilor-combinatului-292711
([69]) https://www.digi24.ro/stiri/actualitate/justitie/dan-sova-condamnat-la-3-ani-de-inchisoare-cu-executare-950309
([70]) Os três ministérios, a AAAS, o Serviço das Participações do Estado e da Privatização da Indústria, a Electrica, a CFR Marfă, a Salrom SA, a Oltchim e o CEC Bank. Desde julho de 2014 que a maioria das participações da Electrica é privada.
([71]) Banca Transilvania SA e Banca Comercială Română.

(204) Em terceiro lugar, a Comissão observa que esta intenção do Estado de manter a Oltchim em funcionamento foi mencionada e depois repetidamente confirmada antes e durante o período de insolvência.

a) Tal como revelam as várias declarações à imprensa de altos representantes do Governo romeno (ver considerandos 27, 28, 30 e 31 acima, sobre o período de setembro de 2012 a janeiro de 2013), já havia um empenhamento político total em recuperar a Oltchim e relançar as suas atividades mesmo antes da elaboração de um plano de reestruturação e da entrada em insolvência.

b) De acordo com o que é revelado pela imprensa, o sindicato da Oltchim tem exercido uma pressão forte e constante sobre o Governo romeno, especialmente após o fracasso da privatização, bem como ao longo de 2013 ([72]). Em particular, após a entrada da Oltchim em insolvência, os meses de fevereiro, março e agosto de 2013 foram marcados por grandes protestos em Râmnicu Vâlcea e Pitesti, os dois locais de produção da Oltchim.

c) Em janeiro de 2013, o ex-ministro da Economia reconheceu que a anterior privatização tinha custado à Oltchim uma dívida acumulada adicional de quase 100 milhões de EUR, desde o fracasso da privatização até [janeiro de 2013], e afirmou que a liquidação por partes seria uma solução mais fácil. Porém, o ministro acrescentou que considerava que «a entrada em insolvência da Oltchim […] era uma oportunidade para a reestruturação e a valorização das partes viáveis. O Fundo Monetário tem uma visão mais pessimista» ([73]). Ao longo da primeira parte do período de insolvência, o Governo romeno continuou a enviar uma forte mensagem ao público sobre a sua intenção de recuperar a Oltchim.

d) Por exemplo, logo após a entrada em insolvência, no início de março de 2013, o primeiro-ministro romeno em funções naquela altura declarou que «infelizmente, a resposta da Comissão Europeia à ideia de um empréstimo é negativa. A Comissão considera que a Oltchim já beneficiou de um auxílio estatal no período 2010-2011. Por conseguinte, penso que não podemos atribuir verbas do orçamento, pelo que a única solução é a reestruturação e o financiamento através dos bancos e dos operadores que compram a produção». O primeiro-ministro acrescentou que o governo tinha «interesse na preservação dos postos de trabalho» ([74]).

e) Ainda em março de 2013, durante uma apresentação perante o Parlamento romeno ([75]), o ministro da Economia em funções naquela altura declarou que «pretendemos mudar a filosofia da privatização, pois estamos interessados nos [investidores] que querem investir e ainda mais interessados no nível real do investimento posterior [após a privatização] do que no preço de venda» ([76]).

f) Noutro contexto, o mesmo ministro da Economia afirmou que «além da sua marca, a Oltchim detém um grande número de patentes que valem milhões de euros» e que «a destruição desta empresa seria equivalente à destruição de um tesouro de propriedade intelectual» ([77]).

g) Durante uma reunião com as autoridades locais na região onde se situam as instalações da Oltchim, o ministro da Economia referiu que «volvidos quatro meses da declaração de insolvência, há argumentos que suportam a conclusão de que é possível encontrar soluções para salvar a sociedade». O ministro afirmou que «o problema da Oltchim se prende com o orgulho e a dignidade nacionais, porque é uma das cinco principais empresas do setor na Europa, sendo esta a razão pela qual vale a pena recuperá-la» ([78]).

([72]) Os líderes dos sindicatos instaram o primeiro-ministro Victor Ponta a nomear uma comissão para a avaliação e a tomada de decisões, lamentando-se de que os administradores judiciais «levariam a Oltchim à falência através dos despedimentos coletivos e do desemprego técnico, e por manterem as instalações não operacionais», e solicitaram uma «decisão política no sentido da criação de uma estratégica para o funcionamento e a privatização da Oltchim, bem como da sua capitalização», bem como outras medidas destinadas a salvar a empresa. Ver os artigos de 26 de julho de 2013, disponível em: http://romanialibera.ro/economie/finante-banci/ce-ii-cer-sindicalistii-oltchim-lui-ponta-308646 e de 4 de dezembro de 2013, disponíveis em: https://www.voceavalcii.ro/18598-francu-il-cheama-pe-ponta-in-mijlocul-sindicalistilor-de-la-oltchim.html

([73]) Ver o artigo de 26 de janeiro de 2013, disponível em: https://www1.agerpres.ro/economie/2013/01/26/vosganian-fmi-are-o-viziune-pesimista-privind-oltchim-19-59-47

([74]) Ver o artigo de 29 de março de 2013, disponível em: http://www.mediafax.ro/social/ponta-comisia-europeana-nu-permite-ajutor-de-stat-la-oltchim-si-nu-avem-cumparatori-sunt-necesare-disponibilizari-10700467, e o artigo de 30 de março de 2013, disponível em: https://revista22.ro/24001/html

([75]) Ver o artigo de 17 de dezembro de 2013, disponível em: https://www1.agerpres.ro/economie/2013/12/17/retrospective-2013-oltchim-ramnicu-valcea-tinut-pe-aparatele-insolventei–12-13-21; http://economie.hotnews.ro/stiri-finante_banci-16227528-oltchim-ramnicu-valcea-tinut-aparatele-insolventei-retrospectiva.htm

([76]) Ver o artigo de 10 de abril de 2013, atualizado em 13 de abril de 2013, disponível em: http://stirileprotv.ro/stiri/financiar/vosganian-mari-companii-au-exprimat-in-scris-interesul-pentru-oltchim-ponta-atentie-la-escroci.html

([77]) Ver o artigo de 30 de maio de 2013, disponível em: http://romanialibera.ro/economie/companii/vosganian–despre-oltchim–vorbim-despre-distrugerea-unui-tezaur-de-proprietate-industriala-303367

([78]) Ver o artigo de 9 de julho de 2013, disponível em: https://www1.agerpres.ro/economie/2013/9/17/Varujan-Vosganian-Oltchim-va-deveni-bancabil17-09-2013-17-14-49

h) Em setembro de 2013, o ministro da Economia declarou que a Oltchim era uma prioridade para o seu ministério e referiu que «esta semana os credores deverão aprovar um financiamento, que será anunciado dentro de alguns dias; se se concretizar, será um desempenho extraordinário para a Oltchim, que estava a ponto da extinção no início do ano. Agora irá tornar-se suscetível de receber financiamento bancário e crédito de bancos privados. Posteriormente, no final de setembro, o relatório de avaliação será apresentado e a «Oltchim n.º 2» ficará livre de dívidas a credores, para que outubro seja o mês do início das negociações com potenciais clientes». Em termos mais gerais, durante as conversações com os senadores do partido dirigente, o próprio Ministério da Economia manifestou-se contrário à liquidação de grandes EP ([79]).

i) No início de 2014, o primeiro-ministro instou o recentemente nomeado ministro da Economia interino a tratar do «problema da Oltchim», acrescentando que «não gostaria que a situação se deteriorasse […] por falta de capacidade política» ([80]).

j) Ainda nesse ano, o ministro da Economia reiterou, durante uma visita às instalações da Oltchim, que esta «é uma empresa de interesse nacional e estratégico» e que excluía o cenário de falência. Pelo contrário, explicou que o adiamento da privatização se devia ao «interesse dos investidores em adquirir também a refinaria Arpechim». ([81]) Neste contexto, o ministro da Economia e o primeiro-ministro reiteraram, em várias ocasiões, que «a Oltchim nunca será encerrada» ([82]).

(205) Além disso, conforme resulta do quadro dos créditos (ver quadro 1), os créditos dos signatários do Memorando ascendiam a um montante agregado de 539 milhões de EUR. Os créditos desses signatários, juntamente com os créditos da CET Govora [cujas ações no âmbito da Medida 3 eram imputáveis ao Estado (ver considerandos 200 e 201)], ascendem a um montante agregado de 569 milhões de EUR de um montante total de 759 milhões de EUR dos créditos globais. Assim, os signatários do Memorando, juntamente com a CET Govora, também detinham a maioria necessária nas quatro categorias de credores, com a exceção da categoria dos trabalhadores — que era naturalmente favorável ao Plano (facto reconhecido pelas autoridades romenas ([83])) —, para a aprovação do Plano ([84]). Dado o elevado nível de signatários públicos do Memorando, é muito improvável que os bancos privados e outros intervenientes privados decidissem ignorar os objetivos do Memorando na altura de votar a favor ou contra o Plano: nem os bancos privados partes do Memorando nem a Electrica podiam razoavelmente recusar-se a ter em conta as repetidas declarações (ver considerandos 27, 28 e 30) feitas pelo acionista da Oltchim SA de que Estado romeno não iria deixar a Oltchim fracassar, nem podiam ignorar o Memorando que assinaram, que foi aprovado pelo primeiro-ministro. Com base nas explicações da Roménia, o tribunal teria considerado, naquela altura, que a seguinte condição prevista no artigo 101.º, n.º 2, da Lei da Insolvência também estaria preenchida, mesmo que um credor não parte do Memorando se tivesse oposto ao Plano: em particular, com base nas observações da Roménia, o tribunal teria considerado que «nenhuma das categorias e créditos que rejeitaram o plano recebem menos do que aquilo que receberiam em caso de falência», independentemente da comparação que um OEM faria entre as receitas previstas no âmbito do Plano de Reestruturação e no cenário de liquidação (ver secção 6.1.2.3 a este respeito). Por conseguinte, o Memorando permitiu ao Estado garantir a adoção do Plano de Reestruturação pelos credores.

(206) À luz do que precede, a Comissão observa que o Memorando, que foi iniciado pelo Estado, e o seu objetivo — a saber, salvar a Oltchim a todo o custo, conforme reiterou o Estado publicamente e de forma regular no período que decorreu entre o fracasso da privatização, em setembro de 2012, e a votação do Plano pelos credores, em 2015 — asseguraram a maioria necessária na assembleia dos credores para garantir a adoção do Plano de Reestruturação. Conforme consta dos considerandos 31, 203 e 235 e seguintes, esse Memorando era imputável ao Estado.

(207) Especificamente, com o Memorando, o Governo criou um quadro para os seus signatários «trabalharem em conjunto, a fim de identificarem e adotarem soluções que protejam os direitos dos trabalhadores, dos acionistas e dos credores».

([79]) Ver o artigo de 17 de setembro de 2013, descarregado em: https://www.agerpres.ro/economie/2013/9/17/Varujan-Vosganian-Oltchim-va-deveni-bancabil17-09-2013-17-14-49

([80]) Ver o artigo de 19 de fevereiro de 2014, disponível em: http://www.economica.net/ponta-despre-situatia-de-la-oltchim-n-as-vrea-sa-explodeze-din-lipsa-noastra-de-capacitate-politica_73937.html#n

([81]) Ver o artigo de 1 de abril de 2014, disponível em: http://www.economica.net/constantin-nita-exclude-varianta-falimentului-in-cazul-oltchim_76820.html

([82]) Ver o artigo de 3 de junho de 2014, disponível em: http://adevarul.ro/economie/afaceri/constantin-nita-guvernul-nu-inchide-oltchim-niciodata-1_538d9c800d133766a84153d9/index.html, e o artigo de 6 de junho de 2014, disponível em: https://www.wall-street.ro/articol/Companii/167170/ponta-oltchim-nu-mai-are-pierderi-si-este-eligibil-pentru-credite.html

([83]) Ponto 82 das observações da Roménia datadas de 16 de maio de 2018.

([84]) A CFR Marfă, que é parte do Memorando, votou contra o Plano, mas o seu voto não afetou a maioria detida pelos signatários do Memorando em cada categoria de credores. O valor dos créditos detidos pelas várias partes que assinaram o Memorando também assegurou o cumprimento da condição prevista na Lei da Insolvência, segundo a qual o Plano tem de ser aprovado por, pelo menos, uma das categorias desfavorecidas, garantindo assim a sua aprovação.

(208) Além disso, «[o] projeto de acordo assegura a concessão de fundo de maneio pelos bancos signatários, a fim de [a Oltchim] continuar a produção após o relançamento das capacidades, bem como de relançar gradualmente também outras capacidades de produção, a fim de atrair mais candidatos interessados na privatização da empresa». É muito improvável que, no contexto das declarações públicas das autoridades, algum dos intervenientes convidados a assinar o Memorando recusasse aderir ao mesmo. Adicionalmente, o nível de colaboração entre os signatários definido pelo Memorando, ou seja, «com a ajuda dos Peritos em Reestruturação, desenvolver uma estratégia que assegure a viabilidade a longo prazo, para que a Oltchim volte a um nível sustentável de rentabilidade, solvência, liquidez e numerário ("Estratégia de Relançamento Sustentável")», era relativamente baixo e vago, uma vez que assentava apenas na «obtenção de **alguns resultados positivos** na sequência da avaliação da viabilidade» (negrito nosso).

(209) Com o Memorando, o Governo reiterou a sua determinação em fazer todos os possíveis para manter em funcionamento e reestruturar a Oltchim. Neste contexto, as empresas, tanto privadas como públicas, que o assinaram se comprometeram a fazer a sua parte no âmbito de uma estratégia de longo prazo para reestruturar a Oltchim, muito antes de qualquer votação de um potencial Plano de Reestruturação na assembleia dos credores. Todos os signatários do Memorando também votaram a favor do Plano de Reestruturação em 2015, com a única exceção da CFR Marfă, cujo voto era relativamente menos importante em comparação com o dos parceiros financeiros e dos outros credores públicos no que diz respeito à sobrevivência da Oltchim, e atendendo a que esta última também recorria aos serviços da Ermewa para as suas necessidades de transporte.

(210) A cláusula n.º 8 do Memorando prevê a «proteção e a manutenção dos direitos» e interesses dos signatários. No entanto, esta cláusula, especialmente a sua segunda parte, limita-se a referir o que já é óbvio, ou seja, que o próprio Memorando, no momento da assinatura, não representava uma renúncia pelos bancos, pela Electrica ou pela AVAS dos seus direitos enquanto credores. Por conseguinte, a Comissão considera que a simples participação naquela altura e o compromisso para uma cooperação futura, conforme estabelecidos no Memorando, são por si só uma prova de que os credores signatários (tanto públicos como privados) seguiam claramente o rumo que levava à reestruturação da Oltchim.

(211) Este rumo para manter a Oltchim em funcionamento é ainda mais evidente quando se tem em conta o tempo adicional e os esforços financeiros envidados no sentido de apoiar o relançamento da Oltchim pelos três bancos (cujos créditos sobre a Oltchim aumentaram consideravelmente durante este período) e pela AAAS (e outras partes signatárias), que, no mesmo espírito, se abstiveram de tomar medidas no sentido da execução imediata dos créditos.

(212) No que se refere ao Serviço Nacional da Água, com base nas disposições do seu estatuto de funcionamento e organização ([85]), que está disponível ao público, a Comissão observa o seguinte:

(213) Em primeiro lugar, no que respeita ao seu estatuto jurídico e à sua integração nas estruturas da administração pública, o Serviço Nacional da Água é uma instituição pública de interesse nacional com capacidade jurídica, e é coordenado pela autoridade pública central da água (ou seja, o Ministério da Água e das Florestas) ([86]).

(214) Em segundo lugar, no que diz respeito à natureza das suas atividades, o objetivo da empresa consiste em aplicar a estratégia e política nacionais no domínio da gestão qualitativa e quantitativa dos recursos hídricos e assegurar a observância dos regulamentos nesse domínio; neste contexto, administra e opera a infraestrutura do sistema de gestão nacional da água. Ademais, a empresa garante a realização de um conjunto de atividades de interesse nacional e social, nomeadamente o cumprimento dos compromissos do Estado romeno através de acordos e convenções internacionais ([87]).

([85]) Segundo as informações mais recentes no seu sítio (disponível em http://www.rowater.ro/default.aspx), o Serviço Nacional da Água Romeno foi estabelecido pela Decisão n.º 107/2002 do Governo, alterada e completada pelo Despacho de Urgência do Governo n.º 73/2005 (disponível em http://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocumentAfis/153726). O seu estatuto de funcionamento e organização foi aprovado pela Decisão n.º 1176 do Governo, de 29 de setembro de 2005 (disponível em http://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocument/31843).

([86]) Ver o artigo 1.º do Estatuto do Serviço Nacional da Água.

([87]) Ver os artigos 3.º e 6.º do Estatuto do Serviço Nacional da Água.

(215) Em terceiro lugar, no que se refere à intensidade da supervisão exercida pelas autoridades públicas à sua gestão, o Serviço Nacional da Água é gerido por um conselho de administração composto por 11 membros, todos eles nomeados para um mandato de quatro anos por decisão da autoridade pública central da água. Nos termos do mesmo artigo, é obrigatório que o conselho de administração tenha como membros um representante do Ministério das Finanças Públicas e um represente da autoridade pública central da água. Adicionalmente, o diretor-geral do Serviço Nacional da Água é nomeado, suspenso e destituído por decisão do diretor da autoridade pública central da água ([88]).

(216) Em quarto lugar, no que diz respeito ao financiamento da sua atividade, o mapa das receitas e das despesas da empresa é aprovado pelo conselho de administração com o consentimento do diretor da autoridade pública central da água ([89]).

(217) Consequentemente, tendo em conta os fatores mencionados no considerando 190 acima, a Comissão considera que: i) o seu estatuto jurídico, ii) a sua integração na administração pública, iii) a natureza das suas atividades e funções, que normalmente não são exercidas no mercado em condições de concorrência com os operadores privados, iv) a supervisão da sua gestão, exercida pelas autoridades públicas e v) o procedimento de aprovação do mapa de receitas e despesas, indicam que as ações do Serviço Nacional da Água são imputáveis ao Estado.

(218) À luz dos elementos *supra* (nomeadamente, a garantia de uma maioria dos votos a favor da adoção do Plano de Reestruturação, mas também da cooperação nos esforços atuais e futuros dos principais credores por meio do Memorando), a Comissão concluiu que a concessão da Medida 3 pela AAAS, pela Electrica, pela Salrom, pela CET Govora e pelo Serviço Nacional da Água é imputável ao Estado.

6.1.2. *Vantagem económica seletiva*

(219) As medidas em apreço são claramente seletivas, uma vez que são concedidas exclusivamente à Oltchim. Outras empresas em situação factual e jurídica comparável, à luz do objetivo das medidas, no setor petroquímico e noutros setores, não receberam a mesma vantagem. De acordo com a jurisprudência do Tribunal de Justiça, o simples facto de a competitividade de uma empresa ser reforçada em relação às empresas concorrentes, devido à concessão de uma vantagem económica que, de outra forma, não teria recebido no exercício normal da sua atividade, aponta para um risco de distorção da concorrência ([90]).

(220) Contudo, a Roménia alega que «as medidas não conferiram qualquer vantagem económica à Oltchim, pois respeitavam o teste do operador económico numa economia de mercado, já que as autoridades públicas e as empresas públicas agiram da mesma forma que agiriam credores privados, investidores e fornecedores com vista a minimizar as suas perdas e maximizar os seus lucros» ([91]).

(221) Porém, o teste do OEM não parece aplicar-se ao caso em apreço. Em primeiro lugar, a Comissão recorda que o Tribunal de Justiça determinou anteriormente que a aplicabilidade do «princípio do operador numa economia de mercado» depende, em última análise, da circunstância de o Estado em causa conceder, na sua qualidade de acionista e não na de poder público, uma vantagem económica a uma empresa que lhe pertence ([92]). Neste contexto, o teste do OEM não poderia aplicar-se ao Estado na qualidade de credor da Oltchim através da AAAS e de outros credores públicos, pois o «teste do credor privado» não se aplica a medidas que o Estado adotou na qualidade de poder público na altura em que assinou o Memorando.

(222) Conforme explicado nos considerandos 204 e seguintes, 274 e 276, o Estado agiu contínua e claramente na qualidade de poder público para salvar a Oltchim da falência, nomeadamente através das declarações públicas e do Memorando com os credores privados e públicos envolvidos, e não na qualidade de um acionista que investe numa empresa ou de um credor. Por conseguinte, a Comissão considera que o teste do OEM não se aplica ao caso em apreço ([93]).

([88]) Ver os artigos 19.º e 24.º do Estatuto do Serviço Nacional da Água.
([89]) Ver o artigo 16.º do Estatuto do Serviço Nacional da Água.
([90]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 17 de setembro de 1980, Philip Morris Holland BV/Comissão, no processo 730/79, EU:C:1980:209.
([91]) Ver os pontos A.2.b) e a secção B da resposta da Roménia de 16 de maio de 2018 ao pedido de informações da Comissão.
([92]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 5 de junho de 2012, Comissão Europeia/Électricité de France (EDF), ECLI:EU:C:2012:318, n.os 79-82 e 87.
([93]) Ver acórdão de 16 de janeiro de 2018 no processo T-747/15, EDF/Comissão, EU:T:2018:6.

(223) Contudo, por uma questão de exaustividade, a Comissão também efetuou o teste do OEM sob a forma de princípio de um credor numa economia de mercado relativamente a cada uma das três medidas em apreço, solicitando às autoridades romenas informações adicionais existentes sobre os vários intervenientes e as suas decisões, recolhendo ela própria informações de todas as fontes públicas disponíveis e concebendo os seus próprios cenários de estimativa com base nos dados disponíveis na altura das medidas apreciadas.

6.1.2.1. Medida 1: AAAS — a não execução e a nova acumulação de dívidas desde setembro de 2012

(224) O tratamento da dívida da Oltchim à AAAS já foi apreciado na Decisão da Comissão de 2012 no contexto da privatização prevista para aquela altura. Por conseguinte, a Comissão considera adequado analisar o comportamento da AAAS na sequência dessa decisão, a partir do momento em que a privatização fracassou.

(225) Normalmente, um credor privado procura recuperar o máximo das somas que lhe são devidas por um devedor que conhece dificuldades financeiras ([94]).

(226) Contrariamente à alegação da Roménia de que, de acordo com a Decisão da Comissão de 2012, o adiamento da execução dos créditos não envolvia um auxílio estatal (desde que a AAAS cobrasse juros com base na Comunicação sobre as taxas de referência de 2008 até à entrada em insolvência da Oltchim), a Comissão observa que a situação em março de 2012, quando emitiu a sua decisão, era profundamente diferente da existente no período em apreço, já que, neste último, já não havia qualquer projeto de privatização eminente em vista. A este respeito, a Comissão nota que a conclusão na Decisão da Comissão de 2012 se baseou na condição de que a Oltchim estaria integralmente privatizada pouco tempo depois da conversão da dívida. No entanto, o Estado (através do Ministério da Economia), enquanto acionista maioritário, não contava com a possibilidade de alguns acionistas minoritários bloquearem a conversão prevista da dívida em capital. Esse bloqueio acabou por ocorrer, e a conversão da dívida em capital não chegou a concretizar-se. Em resultado, no final do concurso, pelo facto de o adjudicatário não ter sido capaz de cumprir as suas obrigações de comprador, a própria privatização também fracassou.

(227) A Comissão observa que a situação financeira difícil e cada vez mais degradada da Oltchim era do conhecimento de todos os credores e, em particular, da AAAS. Por conseguinte, a AAAS dispunha de tempo suficiente para preparar, analisar internamente e adotar as medidas para recuperar os seus créditos caso fracassasse mais uma privatização em setembro de 2012. Assim, o período examinado de cinco meses, de setembro de 2012 a 31 de janeiro de 2013, foi suficientemente longo para que a AAAS tomasse as medidas necessárias para tentar recuperar as dívidas (99 % do crédito da AAAS não era garantido de acordo com o quadro 1). Neste contexto, a Comissão observa que empresas como a Electrica tomaram efetivamente essas medidas, mas sem sucesso.

(228) Em primeiro lugar, as leis especiais que regem a recuperação das dívidas do Estado ([95]) preveem direitos específicos para a AAAS, que incluem a execução direta dos seus créditos sem a decisão de um tribunal. Especificamente, o artigo 50.º, n.ºs 1 e 2, do Despacho de Urgência do Governo n.º 51/1998 prevê que: «1) A AVAB (atualmente, AAAS) pode compor o seu próprio corpo de oficiais de justiça ou recorrer a outros oficiais de justiça, a fim de levar a cabo os mandados de execução» e «2) o [p]rocedimento de execução para a realização de ativos bancários pela AVAB deve ser executado ou pelo seu próprio corpo de oficiais de justiça ou por outros oficiais de justiça».

(229) A Roménia não apresentou quaisquer provas, apesar dos sucessivos pedidos da Comissão, de que a AAAS tomou todas as medidas que um credor numa economia de mercado teria razoavelmente tomado para recuperar as os seus créditos. Além disso, a Roménia alega que a AAAS não podia exigir a execução dos seus créditos sobre a Oltchim nos termos da lei da privatização ([96]), que prevê que, a partir da data da criação de um procedimento administrativo especial, os credores de impostos e contribuições (p. ex., os orçamentais) não podem executar as suas dívidas nem tomar quaisquer medidas de execução enquanto a empresa estiver a preparar-se para a privatização ([97]). Contudo, embora isto comprove a concessão de uma vantagem seletiva à Oltchim, imputável

([94]) Ver, para o efeito, processo C-342/96, Espanha/Comissão, Coletânea 1999, p. I-2459, n.º 46, e processo C-256/97, DM Transport, Coletânea 1999, p. 1-3913, n.º 24.
([95]) Ver o Despacho n.º 29/2002 e os Despachos de Urgência do Governo n.º 54/1998 e n.º 51/1998 (que regula a realização de ativos do Estado — versão de 2012).
([96]) Ver artigo 16.º da Lei n.º 137/2002.
([97]) Ver artigo 16.º, n.º 5, alínea c), da Lei n.º 137/2002, conforme aplicável em setembro de 2012.

ao Estado, a falta de ação por parte da AAAS ocorre num contexto em que o Ministério da Economia, por razões que se desconhecem, manteve a Oltchim sob um regime especial para o procedimento de privatização mesmo após o fracasso da privatização em setembro de 2012. A AAAS podia ter tentado contestar a decisão do Ministério de prolongar sem explicação este estatuto especial.

(230) Em segundo lugar, a Roménia não apresentou qualquer estudo, relatório ou documento interno que demonstrasse que a AAAS tinha agido como um OEM na sua decisão de não execução dos seus créditos após o fracasso da privatização em setembro de 2012. Segundo o último estudo disponível na altura que analisava recuperação dos créditos da AAAS (estudo da Raiffeisen de 2011), a AAAS teria obtido um rácio de recuperação de 12 % num cenário de liquidação ([98]).

(231) Outros credores, incluindo entidades públicas, tomaram medidas imediatas naquele período no sentido de recuperarem os seus créditos. Em particular, a Electrica — que, de acordo com o estudo da Raiffeisen de 2011, tinha o mesmo rácio de recuperação que a AAAS — avançou com a execução das suas dívidas em 1 de novembro de 2012, tendo conseguido penhorar as contas bancárias da Oltchim. Além disso, duas empresas privadas — a Polcheme S.A. e a Bulrom Gas, cujos créditos eram o 8.º e o 10.º mais importantes entre os 21 credores garantidos em 2013 — também avançaram com medidas de execução. A AAAS era efetivamente o credor mais importante da Oltchim e podia ter tirado partido da sua posição para obter melhores condições de negociação da sua dívida, mas não o fez. Ameaçar a Oltchim com a liquidação poderia ter redundado em melhores condições de recuperação da dívida para a AAAS.

(232) Não obstante a alegação da Roménia, assinar um Memorando não equivale a envidar maiores esforços no sentido de obter informações, nem substitui esses esforços, uma vez que a chamada *avaliação da viabilidade* mencionada no Memorando foi, posteriormente, encomendada e utilizada por três credores financeiros, mas não pela própria AAAS. A Roménia não documentou nenhuma análise interna deste tipo efetuada pela AAAS.

(233) Consequentemente, o comportamento geral da AAAS (apesar de conhecer bem as dificuldades estruturais da Oltchim) foi passivo no que toca a envidar maiores esforços no sentido de recuperar os seus créditos ou, pelo menos, de obter uma melhor posição enquanto credor, parecendo estar mais concentrada em salvar e manter em funcionamento a Oltchim.

(234) Por conseguinte, a Comissão considera que, se a AAAS tivesse tomado medidas, teria tido mais hipóteses de recuperar os seus créditos, até porque a Oltchim suspendera a produção e não tinha receitas de exploração previstas num futuro próximo.

(235) Em terceiro lugar, em vez de tentar executar as suas dívidas, a AAAS deu início, juntamente com os ministros das Finanças, da Economia e dos Transportes, bem como com o Serviço das Participações do Estado e da Privatização da Indústria, ao Memorando (ver *in extenso* os considerandos 31 e 203 e seguintes acima), que foi aprovado em 13 de novembro de 2012 pelo primeiro-ministro da Roménia e assinado pelo Estado e por sete credores, dos quais cinco eram públicos — AAAS, Salrom, CFR Marfă, CEC Bank e Electrica (ainda integralmente estatal naquela altura) — e dois eram privados — Banco Comercial Romeno (posteriormente designado Erste Bank) e Transilvania Bank. Contrariamente à alegação da Roménia, o Memorando não pode ser considerado uma operação *pari passu*, dada a prevalência significativa de credores públicos e entidades públicas cossignatárias ([99]).

(236) Especificamente, das 12 partes signatárias, 10 pertencem à administração pública ou são públicas ([100]) e apenas duas são instituições financeiras privadas ([101]). O Memorando foi iniciado pelo Estado (Ministério das Finanças, Ministério dos Assuntos Económicos, Ministério dos Transportes e das Infraestruturas, AAAS e OPSPI) e aprovado pelo primeiro-ministro. Ademais, a percentagem de créditos detidos por credores privados representava apenas cerca de 20 % do total de créditos dos signatários do Memorando. Por conseguinte, a dimensão da participação pública era considerável e a intervenção dos operadores privados limitada. Por último, os termos e as condições das transações não são comparáveis, pois 77 % dos créditos dos dois credores privados que assinaram o Memorando eram garantidos, enquanto apenas 14 %, em média, dos créditos dos credores públicos eram garantidos.

([98]) Ver o relatório da Raiffeisen de outubro de 2011.
([99]) Ver considerandos 86 a 88 da Comunicação da Comissão sobre a noção de auxílio estatal, 2016/C 262/01.
([100]) Os três ministérios, a AAAS, o Serviço das Participações do Estado e da Privatização da Indústria, a Electrica, a CFR Marfă, a Salrom SA, a Oltchim e o CEC Bank. Note-se que a maioria das participações da Electrica é privada apenas desde julho de 2014, sendo que o Estado detém 48,78 % das ações.
([101]) Banca Transilvania SA e Banca Comercială Română (posteriormente designado «Erste Bank»).

(237) O Memorando prova que os credores públicos concordaram com um cenário de não recuperação sem uma avaliação adequada das alternativas. Em particular, o ponto 2.3 do Memorando menciona que as suas partes concordam com uma lista de medidas, a fim de «tentar adotar uma estratégia de relançamento sustentável, se o resultado da avaliação da viabilidade for positivo». A Roménia nunca apresentou uma avaliação da viabilidade, mas referiu que os bancos realizaram um estudo dessa natureza. Segundo a R/BDO, o Transilvania Bank, o Erste Bank (credores privados) e o CEC Bank (credor público) encomendaram um estudo à Alvarez&Marsal, a qual apresentou um relatório que «continha medidas de reestruturação e confirmava a possibilidade da reestruturação das atividades da Oltchim na sequência da adoção das medidas propostas». Segundo a imprensa romena ([102]), as autoridades romenas mostraram que o relatório da Alvarez&Marsal, conforme encomendado pelos bancos credores para avaliar a situação da Oltchim, confirmava «a hipótese das autoridades e a necessidade de conceder auxílios de emergência na estrutura proposta».

(238) A Roménia não documentou essa avaliação realizada para a AAAS ou em seu nome, e muito menos o facto de esta última a ter utilizado. A Roménia também não provou que a AAAS utilizou efetivamente o relatório da Alvarez&Marsal, além disso, segundo as fontes públicas mencionadas no considerando 237 acima, o relatório apenas confirmava a necessidade de conceder um auxílio e não propriamente a viabilidade a longo prazo da reestruturação.

(239) Neste contexto, a Comissão reitera, de acordo com o considerando 22 acima, a sua conclusão de que a conversão da dívida (e, consequentemente, a remissão da dívida da AAAS a favor da Oltchim) seguida da privatização integral não envolvia uma vantagem, com base no pressuposto de que «[…] a empresa estaria integralmente privatizada a curto prazo após a conversão da dívida». O Memorando confirma a intenção da AAAS de prolongar o estado de não recuperação dos créditos e a acumulação de dívidas.

(240) A Roménia também alega que a AAAS tinha analisado a possibilidade de solicitar uma apreensão das contas da Oltchim, mas não podia fazê-lo porque as mesmas já tinham sido penhoradas por outros credores. Contudo, a Roménia não apresentou quaisquer elementos que comprovassem esta alegação. De qualquer modo, a AAAS não agiu como um credor privado prudente, pois não levou a cabo qualquer ação para proteger os seus créditos. Se a AAAS tivesse intervindo mais cedo no processo não teria perdido a oportunidade de penhorar as contas da Oltchim primeiro (ou seja, antes de outros credores, nomeadamente a Electrica, em novembro de 2012) ou de obter garantias sobre imóveis (como fez a Salrom).

(241) A Roménia observa que se a AAAS tivesse avançado com a execução dos seus créditos, a Oltchim teria sido obrigada a dar início ao processo de insolvência. A Comissão considera que a simples ameaça do desencadeamento da insolência podia ter colocado a AAAS em posição de vantagem em relação à Oltchim para a recuperação dos seus créditos. Mesmo num cenário de insolvência desencadeado pela AAAS, esta teria ganho um poder efetivo para propor uma reestruturação da Oltchim que maximizasse a recuperação dos seus créditos, nomeadamente através da venda de pacotes de ativos (ver considerando 265). Esta possibilidade teria alterado significativamente a posição da AAAS.

(242) Na altura da votação na assembleia dos credores, em março de 2015, AAAS não tinha outra opção senão optar ou pela liquidação ou pelo Plano de Reestruturação, em resultado da sua anterior inação. Por conseguinte, se a AAAS tivesse agido como um credor prudente, teria beneficiado das disposições da Lei da Insolvência que permitem que qualquer credor que represente mais de 20 % dos créditos proponha um plano de reestruturação ([103]). Ao fazê-lo, a AAAS teria tomado medidas que lhe permitiriam optar por outro tipo de plano de reestruturação (venda através de pacotes de ativos), um cenário de maximização das receitas (mais aprofundado no considerando 265), que devia ter ocorrido logo a partir de setembro de 2012, imediatamente após o fracasso da privatização.

(243) À luz do que precede, a Comissão considera que a Medida 1 confere à Oltchim uma vantagem seletiva através de uma não execução e, correspondendo ao aumento de créditos sobre a Oltchim, no período de setembro de 2012 a janeiro de 2013, em 152 milhões de RON ([104]) (33 milhões de EUR), o valor temporal associado ao adiamento do pedido de execução dos créditos da AAAS implica uma maior vulnerabilidade relativamente à Oltchim.

([102]) Ver o artigo «Combinatul Oltchim în agonie Pagini pentru o istorie neagră», *Criterii Nationale* de 23 de dezembro de 2013, disponível em: http://www.criterii.ro/index.php/en/valcea/8291-combinatul-oltchim-in-agonie-pagini-pentru-o-istorie-neagra

([103]) Artigo 33.º, n.º 4, da Lei da Insolvência.

([104]) Diferença entre o crédito da AAAS no final do período investigado para a Medida 1 (1 201 milhões de RON) e no início (1 049 milhões de RON).

6.1.2.2. Medida 2: CET Govora e Salrom — apoio às operações da Oltchim sob a forma de fornecimento contínuo não pago desde setembro de 2012

(244) Conforme explicado acima (ver considerando 29), a Oltchim conseguiu recomeçar a produção em 2012 graças à decisão da CET Govora e da Salrom de continuarem o fornecimento à Oltchim, não obstante o não pagamento das dívidas pendentes.

(245) A Comissão expressou as suas dúvidas quanto a se um OEM teria tomado as mesmas decisões que estas duas empresas públicas, dadas as dificuldades financeiras da Oltchim.

(246) Durante a fase de investigação, a Roménia apresentou argumentos válidos sobre a interdependência tecnológica existente entre a Salrom e a CET Govora, por um lado, e a Oltchim, por outro. Estes argumentos também foram defendidos por terceiros interessados, como os mandatários responsáveis pela insolvência da Oltchim e da CET Govora, e podem ser resumidos como se segue.

a) A plataforma industrial de Vâlcea alberga quatro grandes intervenientes: a Oltchim, a CET Govora, a Uzinele Sodice Govora e a Salrom. As suas atividades são tecnologicamente independentes, sendo cada uma delas fornecedor e cliente das outras, em simultâneo.

b) A Salrom fornece soluções salinas e giz à Oltchim e esta fornece à primeira água industrial, necessária para a dissolução do sal nos depósitos. A Uzinele Sodice Govora é outro cliente da Salrom que adquire soluções salinas. As trocas de sal e água industrial entre a Salrom e a Oltchim são realizadas por condutas que ligam os dois fornecedores/clientes.

c) A CET Govora fornece eletricidade e vapor à Oltchim e recebe desta última água não tratada, necessária para o processo de produção. A Uzinele Sodice Govora é também cliente da CET Govora, comprando eletricidade e vapor, sendo este último também fornecido ao município de Râmnicu Vâlcea para fins de aquecimento da cidade. A Uzinele Sodice Govora e a Oltchim são clientes cativos no que se refere ao vapor fornecido pela CET Govora e ao sal fornecido pela Salrom. Por outro lado, a CET Govora dependia do fornecimento pela Oltchim de água industrial para as suas operações ([105]).

(247) No que diz respeito à Salrom, a Roménia alega que a empresa foi colocada na situação de ter de escolher entre manter-se em funcionamento e encerrar, pelo facto de os serviços fornecidos pela Oltchim não estarem disponíveis. O desaparecimento da Oltchim também teria significado o desaparecimento do outro cliente da Salrom, a Uzinele Sodice Govora, com consequências negativas para a CET Govora.

(248) No que respeita à CET Govora, a Roménia alega que não havia uma solução prática para substituir as aquisições de vapor industrial pela Oltchim. Se a CET Govora parasse de fornecer vapor aos dois clientes cativos (sendo o vapor um subproduto da produção da eletricidade), a única opção seria a perda total do vapor através da sua libertação para a atmosfera. Como tal, a Roménia argumenta que, de um ponto de vista económico, qualquer operador na situação da CET Govora teria optado por converter o vapor em dívida em vez de o libertar para a atmosfera, perdendo todo o seu valor.

(249) Além da interdependência tecnológica, a Roménia também afirmou que as decisões tomadas pela CET Govora e a Salrom de continuar o fornecimento à Oltchim se justificavam e estavam em consonância com o princípio do OEM, desde que ambas as empresas assegurassem a garantia da nova (ou seja, após setembro de 2012) dívida criada.

(250) Além disso, a Roménia sugere que as decisões da CET Govora e da Salrom de fornecer as matérias-primas necessárias para o recomeço da atividade da Oltchim são semelhantes às decisões tomadas por empresas privadas, nomeadamente a Bulrom Gas Impex, a SC Arelco Power, a Ciech Chemical Group, a Tricon, a Alum, a MFC Commodities e a Chemimplex. Essa decisão baseava-se na probabilidade de recuperação de um montante superior da dívida se a atividade fosse retomada, a empresa se tornasse viável e a sua venda subsequente se concretizasse.

([105]) Parece credível que a CET Govora não conseguisse suportar os custos para diversificar o seu fornecimento de água industrial e que as obras para esse fim não fossem possíveis dentro de um período de tempo razoável.

(251) Em princípio, no que se refere à interdependência tecnológica existente entre a Salrom e a CET Govora, por um lado, e a Oltchim, por outro, a Comissão não questiona a validade dos argumentos da Roménia.

(252) Contudo, a Comissão não pode aceitar a opinião da Roménia segundo a qual o comportamento da CET Govora respeitou o princípio do OEM. Esta questão é explicada de forma mais pormenorizada abaixo.

(253) Conforme se pode observar no quadro 7 *infra*, entre outubro de 2012 e janeiro de 2013, os créditos da Salrom sobre a Oltchim aumentaram 15 milhões de RON (aproximadamente 3 milhões de EUR). Ao mesmo tempo, como se pode igualmente verificar no quadro 8 *infra*, os créditos da CET Govora sobre a Oltchim também aumentaram 52 milhões de RON (cerca de 12 milhões de EUR), dos quais 27 milhões de RON (cerca de 6 milhões de EUR) correspondem a sanções por pagamentos em atraso.

(254) De acordo com as informações mais recentes fornecidas pela Roménia, durante o período de setembro de 2012 a janeiro de 2013, a CET Govora forneceu à Oltchim gás e vapor no valor aproximado de 50 milhões de RON, ao passo que os pagamentos recebidos da Oltchim durante o mesmo período ascenderam apenas a cerca de 8 milhões de RON ([106]). Enquanto, a Roménia alega, por um lado, que as sanções no valor de 27 milhões de EUR correspondiam a uma dívida mais elevada, claramente acumulada durante um período de tempo mais alargado, que começou em fevereiro de 2008 e terminou em dezembro de 2012, por outro lado, a Roménia não apresentou valores fiáveis das sanções que correspondessem exatamente à dívida acumulada durante o período avaliado, de setembro de 2012 a janeiro de 2013 ([107]).

Quadro 7

Evolução das dívidas da Oltchim à Salrom

Descrição	Dívida total em	Dos quais:	
	RON	Fornecimento de produtos	Sanções
I. Dívida a partir de 24 de outubro de 2012	**15 729 325,14**	15 383 302,06	346 050,08
II. Dívida a partir de 30 de janeiro de 2013	30 860 560,64	17 262 141,93	13 598 418,71
III. Diferença (II-I)	15 131 235,55	1 878 839,87	13 252 368,63

Fonte: Observações da R/BDO sobre a decisão de início do procedimento, p. 34.

Quadro 8

Evolução das dívidas da Oltchim à CET Govora

Descrição	Dívida total em	Dos quais:		
	RON	Eletricidade	Vapor	Sanções
I. Dívida a partir de 24 de outubro de 2012	**84 543 999,44**	1 181 003,76	83 362 995,68	
II. Dívida a partir de 30 de janeiro de 2013	136 899 918,98	22 530 599,80	86 958 973,79	27 410 345,39
III. Diferença acumulada durante o período (II-I)	52 355 919,54	**21 349 596,04**	**3 595 978,11**	27 410 345,39

Fonte: Observações da R/BDO sobre a decisão de início do procedimento, p. 33.

([106]) Resposta da Roménia de 16 de maio de 2018, R15 e seguintes.
([107]) Resposta da Roménia de 16 de maio de 2018, R14 e seguintes.

(255) De qualquer modo, com base nas informações recolhidas, a Comissão conclui que a Salrom e a CET Govora adotaram abordagens muito diferentes relativamente à Oltchim.

(256) No que diz respeito à Salrom, a Comissão observa que a empresa tomou a decisão de continuar o fornecimento à Oltchim (com vista ao recomeço da atividade desta última em outubro de 2012) só depois de o seu fornecimento estar garantido através do pagamento antecipado. Ademais, em troca do recomeço do fornecimento da solução salina, bem como da desagregação dos pagamentos da dívida, a Salrom colocou a condição de uma garantia sobre imóveis, a qual foi aprovada pelo conselho de administração e, posteriormente, também pela assembleia geral dos acionistas na sua reunião extraordinária de 6 de novembro de 2012.

(257) No que se refere à CET Govora, a Comissão observa que, ao contrário da situação da Salrom, a empresa não impôs uma condição semelhante à dos pagamentos antecipados pelo recomeço do fornecimento nem à da garantia sobre imóveis relativamente à dívida anterior da Oltchim.

(258) Segundo o relatório da Euroinsol (o mandatário da CET Govora responsável pela insolvência), a administração da CET Govora aprovou a continuidade das relações comerciais com clientes como a Oltchim, concedendo descontos ou a possibilidade de pagar em prestações: em consequência, os créditos da CET Govora de 136 milhões de EUR na abertura do processo de insolência da Oltchim aumentaram em 44 milhões de RON, registados como créditos durante o processo de insolência (entre 1 de janeiro de 2013 e 30 de junho de 2016).

(259) Além disso, o relatório do mandatário da CET Govora responsável pela insolvência revelou que, entre 1 de janeiro de 2008 e 30 de junho de 2016, a empresa forneceu continuamente eletricidade e vapor industrial à Oltchim a preços muito inferiores aos preços de produção, sofrendo, durante esse período, uma perda de 103,3 milhões de RON (23,9 milhões de EUR). Com efeito, o relatório conclui que tais contratos de fornecimento com a Oltchim são uma das principais razões para a insolvência da própria CET Govora. A perda global resultante da cobrança de preços demasiado baixos pelos serviços fornecidos à Oltchim ascendeu a 91 milhões de EUR, tendo a Oltchim coberto apenas 60 % do seu preço de custo.

(260) Além disso, a prossecução do fornecimento pela CET Govora à Oltchim sem qualquer tentativa de negociação nem tomada de medidas para proteger os seus créditos sobre a Oltchim ([108]) foi decidida pelo Conselho Distrital de Vâlcea ([109]), com base em considerações de política pública que um OEM não teria seguido ([110]). Assim, em resultado dessas decisões do Conselho Distrital, a CET Govora foi levada à insolvência, conforme relatado pelo mandatário da CET Govora responsável pela insolvência. Tal leva a concluir que estas decisões não respeitaram o princípio do OEM.

(261) Conforme cita a PCC no considerando 133, o mandatário da CET Govora responsável pela insolvência também refere que «a decisão da CET Govora de fornecer energia elétrica não teve uma motivação económica, mas antes política, constituindo um excelente exemplo da interferência política na gestão do devedor». O mesmo mandatário também declarou ([111]) que «[d]urante mais de 10 anos a Oltchim viveu às custas da CET». Uma pulga não consegue alimentar um elefante. Já bastou ter perdido 136 milhões [de RON] através do [P]lano de [R]eestruturação, o que equivale a 35 milhões de EUR, que poderíamos ter utilizado para renovar as máquinas, as instalações e os equipamentos, os quais têm uma vida útil de 30 anos e já chegaram ao fim do seu ciclo de desempenho ótimo.»

([108]) O mandatário da CET Govora também sublinhou que a «CET Govora foi a única empresa que continuou a fornecer à Oltchim energia elétrica e vapor para processos de produção, assumindo não só o risco de incumprimento, mas o perigo ainda maior de entrar ela própria em insolvência […], a administração [da CET Govora] não tomou quaisquer medidas firmes de recuperação dos créditos ou de prevenção, como, por exemplo, […] alertar os devedores para o risco de racionamento ou até mesmo de suspensão total do fornecimento de energia elétrica e vapor […], nem quaisquer medidas *in extremis* apropriadas em caso de risco de perda dos créditos: renegociar as condições e os preços do fornecimento e condicionar esse fornecimento ao pagamento da dívida pendente».

([109]) Decisão n.º 27, de 31 de agosto de 2012, Decisão n.º 58, de 31 de outubro de 2012, Decisão n.º 61, de 16 de novembro de 2012, Decisão n.º 86, de 28 de dezembro de 2012.

([110]) Por exemplo, o Anexo n.º 15976, de 24 de dezembro de 2012, que apresentava as razões subjacentes à Decisão n.º 86, de 28 de dezembro de 2012, do Conselho Distrital de Vâlcea, descreve claramente o principal objetivo dos esforços do Conselho Distrital de Vâlcea, a saber, salvar a economia do distrito e, consequentemente, da região, aprovando a prossecução do fornecimento de eletricidade e vapor pela CET Govora às unidades da plataforma química, mesmo que esta última não pagasse as suas dívidas à CET Govora (ainda que tenha tentado fazê-lo quando a Oltchim recomeçou a sua atividade). O referido anexo descreve as razões para a atribuição ao Complexul Energetic Oltenia dos créditos da CET Govora sobre a Oltchim, nomeadamente preservar postos de trabalho, assegurar o normal funcionamento da Oltchim e de outros operadores económicos envolvidos, bem como garantir o fornecimento de energia térmica à população. Estas não seriam razões que um OEM teria em conta ao tomar uma decisão relativamente a uma transação http://www.cjvalcea.ro/images/sedinte/2012/12-28/ordinea/pct1.pdf

([111]) Ver o artigo, disponível em: http://ziaruldevalcea.ro/2016/07/01/remus-borza-invingator-in-negocierea-cu-oltchimul-a-obtinut-tarife-crescute-la-energie-electrica-si-abur/

(262) Além disso, o mandatário da CET Govora também sublinhou que a «a CET Govora sempre apoiou o processo de produção da Oltchim SA, fornecendo-lhe os seus produtos (vapor para processos de produção e energia elétrica) muito abaixo dos custos de produção […], a CET Govora foi a única empresa que continuou a fornecer energia elétrica e vapor para processos de produção à Oltchim, assumindo não só o risco de incumprimento, mas o perigo ainda maior de entrar ela própria em insolvência […], a administração [da CET Govora] não tomou quaisquer medidas firmes de recuperação dos créditos ou de prevenção, como, por exemplo, […] alertar os devedores para o risco de racionamento ou até mesmo de suspensão total do fornecimento de energia elétrica e vapor […], nem quaisquer medidas in extremis apropriadas em caso de risco de perda dos créditos: renegociar as condições e os preços do fornecimento e condicionar esse fornecimento ao pagamento da dívida pendente. Ademais, verificámos uma situação excecional, em que o crédito da Alpha Bank sobre Oltchim, que ascende a 2,5 milhões de RON, foi assumido pelo seu valor nominal, embora o [P]lano de [R]eestruturação apenas previsse o pagamento de 70 %. […] Em consequência, a insolvência da Oltchim constitui outra causa da insolvência [da] CET Govora […]. Considerando as poucas hipóteses, praticamente inexistentes, de a Oltchim ser privatizada pelo preço de venda de 306 milhões de EUR, estabelecido no âmbito do [P]lano de [R]eestruturação, 30 % do crédito declarado pela CET Govora no balanço da Oltchim, este montante também foi uma perda para a empresa». Além disso, conforme destacado pela imprensa romena naquela altura ([112]), várias declarações indicaram que o motivo real do recomeço do fornecimento à Oltchim era evitar o despedimento de cerca de 2 300 trabalhadores, tendo em conta a catástrofe social que esse despedimento desencadearia na região. Nenhuma destas razões está em consonância com o princípio do OEM em condições normais de mercado.

(263) Por conseguinte, a Comissão considera que a Medida 2 confere à Oltchim uma vantagem seletiva relativamente à CET Govora, mas não à Salrom. **A vantagem recuperável que a CET Govora concedeu à Oltchim** através da insuficiente proteção dos seus créditos (ou seja, não impondo como condição prévia o reembolso de créditos antigos ou garantias sobre imóveis relativamente às dívidas anteriores, como fez a Salrom, nem exigindo pagamentos antecipados pelo recomeço do fornecimento) é representada pelo **montante** das sanções que corresponde ao valor temporal da não recuperação pela CET Govora dos seus créditos sobre a Oltchim, ao decidir continuar o fornecimento à Oltchim, durante o período de setembro de 2012 a janeiro de 2013. Conforme se explica nos considerandos 253 e 254 acima, de acordo com as informações fornecidas pela R/BDO, essas sanções ascendiam a aproximadamente 27 milhões de RON (cerca de 6 milhões de EUR). Contudo, os valores apresentados posteriormente pela Roménia eram inconclusivos quanto ao montante exato correspondente ao período apreciado.

6.1.2.3. Medida 3: AAAS e EP (em particular, Electrica, Salrom, CET Govora e Serviço Nacional da Água) — a anulação da dívida de 2015 no âmbito do Plano de Reestruturação

A) **A comparação feita pela AAAS e as EP entre o Plano de Reestruturação e o cenário de liquidação apresentava lacunas e baseou-se em considerações erróneas, que um OEM não teria feito**

(264) Conforme se explica nos considerandos 51 a 73, o Plano elaborado pelos administradores nomeados pelo tribunal — discutido em 9 de março de 2015 e aprovado pelos credores da Oltchim — implicava uma remissão total ou significativa da dívida para os credores da Oltchim, uma vez que o preço de venda esperado não era suficiente para cobrir a totalidade da dívida da Oltchim.

(265) **Primeiramente, ao favorecer a venda em bloco *de facto* ([113]) e ao limitar a comparação desse cenário a uma liquidação total da Oltchim, a AAAS não agiu como um OEM.** Nos termos da legislação romena ([114]), a AAAS dispunha dos meios legais para propor o seu próprio plano de reestruturação, uma vez que detinha (individualmente e em conjunto com outras EP) mais de 20 % dos créditos sobre a Oltchim; isto é o que um OEM teria feito para maximizar a recuperação dos seus créditos. Naquela situação, um OEM teria estudado e optado pela alternativa de um processo de venda através de pacotes de ativos funcionais. A terceira opção oferecia melhores hipóteses de sucesso do que o Plano, sobretudo tendo em conta as seis tentativas fracassadas (em 2001, 2003, 2006, 2007, 2008 e 2012) para privatizar a Oltchim de uma forma similar à tentativa de venda em bloco prevista no Plano de Reestruturação, através da venda da Oltchim SPV: o Plano de Reestruturação proposto implicava uma transferência dos ativos, trabalhadores e contratos para a SPV, sendo de natureza semelhante à das tentativas anteriores.

([112]) Ver os anexos 18 e 19 das observações da PCC de 2 de setembro de 2016.

([113]) De acordo com a nota de rodapé 37, a Oltchim SPV podia ser composta pelos ativos da plataforma de Vâlcea e/ou pelos ativos do local de produção de Bradu. Dada a atividade deficitária histórica e de longo prazo de Bradu, nenhum comprador o teria comprado separadamente de qualquer modo (exceto num processo de liquidação). Ademais, não havia um plano para dividir os dois locais em pacotes distintos. Assim, o cenário de SPV, caso fosse bem-sucedido, teria resultado, muito provavelmente, numa venda em bloco *de facto*.

([114]) Artigo 33.º, n.º 4, e artigo 94.º, n 1, alínea c), da Lei da Insolvência.

(266) Tal alternativa teria permitido aumentar a recuperação esperada pelos credores, ao permitir mais combinações de propostas sem excluir um único comprador nem a possibilidade de parte da Oltchim ser vendida simultaneamente por partes no âmbito desse processo, com base no interesse manifestado pelos proponentes numa primeira fase do processo relativamente aos pacotes de ativos à venda. Por conseguinte, o preço esperado de um processo de venda aberto e transparente através de pacotes de ativos só podia ser superior, por um lado, às receitas muito incertas obtidas da privatização em bloco previstas no Plano de Reestruturação e, por outro, às receitas obtidas da liquidação.

(267) Em segundo lugar, mesmo que se concentrasse na comparação erroneamente limitada, realizada pela R/BDO, entre o cenário de liquidação e o Plano de Reestruturação (excluindo um processo de venda aberto e transparente através de pacotes de ativos), na qual se basearam os credores públicos, tal comparação também estava incorreta, porque:

a) As receitas do Plano de Reestruturação foram sobrestimadas pelos credores que aprovaram o Plano de Reestruturação e o resultado do processo de liquidação também era muito mais certo do que o resultado do Plano: e

b) Pelo contrário, as receitas da liquidação foram incorretamente avaliadas.

(268) Quanto ao mérito do Plano de Reestruturação, foi sobrestimado pelos credores que aprovaram o Plano, devido aos seguintes aspetos:

a) Era improvável que a venda, conforme prevista no Plano, fosse bem-sucedida, dadas as numerosas tentativas fracassadas de privatizar a Oltchim. Quando o Plano foi proposto e aprovado, não havia nenhum investidor nem qualquer informação fiável sobre o preço que podia ser obtido, apesar de o prazo para a apresentação das propostas ter sido prorrogado várias vezes de 31 de janeiro para 12 de dezembro de 2014.

b) A Roménia contesta a opinião da PCC de que a situação financeira da Oltchim estava «abaixo do aceitável […] ainda gerava perdas», e sublinha que a Oltchim ocupa o 63.º lugar na lista das 100 empresas mais rentáveis do sudeste da Europa (considerando 156). Por um lado, este desempenho foi observado numa base *ex post*, ou seja, e não estava disponível na altura da votação, pelo que não é determinante para a avaliação desta medida ([115]), e, por outro lado, constituiu um efeito puramente pontual e excecional das remissões significativas de dívida, conforme explica esse mesmo relatório: «ao analisar as tendências no desempenho empresarial, excluímos a Oltchim, que estava entre as empresas mais rentáveis e com maior crescimento de receitas, graças a uma controversa remissão da dívida pública de 500 milhões de EUR, a qual a Comissão Europeia está a analisar, a fim de apurar se envolve um auxílio estatal ilegal. Esta jogada, destinada a tornar a empresa mais atrativa para os investidores, converteu as suas dívidas em receitas, permitindo-lhe registar lucros de 507 milhões de EUR em 2015, um retorno sobre as receitas de 73 % e um aumento para o quíntuplo nas receitas, a saber, 697 milhões de EUR».

c) As observações de uma parte anónima (ver secção 3.2.3) também corroboram a falta de interesse por parte de potenciais investidores numa empresa como a Oltchim, caracterizada por grandes dificuldades operacionais, que resultam num nível de rentabilidade demasiado baixo para tornar a sua atividade sustentável a longo prazo.

d) Além disso, os credores públicos deviam ter considerado: i) a fase de reestruturação extremamente longa (quase seis anos a contar do início do processo de insolvência), que levaria, muito provavelmente, a uma descida do preço da Oltchim, e ii) a contração pela Oltchim de novas dívidas durante esse período, que se tornariam prioritárias em relação às dívidas anteriores à insolvência, reduzindo assim consideravelmente a recuperação esperada ao abrigo do Plano: este risco de desvio no montante da dívida corrente era muito mais limitado em caso de liquidação, cuja duração era reduzida. Dado o fraco desempenho financeiro da Oltchim, este risco era real, não obstante a alegação da Roménia de que a Oltchim gerava um EBITDA positivo (ver o considerando 165).

e) A R/BDO clarificou que o preço de 306 milhões de EUR das ações da Oltchim SPV, mencionado no relatório da Winterhill de 2013, estava errado, mas tinha sido corrigido para 294 milhões de EUR, tendo em conta a reunião dos credores de 4 de dezembro de 2014. Ainda assim, esta estimativa era muito mais elevada do que o valor das ações indicado no estudo da Raiffeisen de 2011 (entre 28 milhões de EUR e 97 milhões de EUR), embora a Oltchim tivesse, entretanto, suspendido a sua produção, uma posição apoiada pelo acionista minoritário da Oltchim, a PCC, que também opera no setor químico.

([115]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 5 de junho de 2012, Comissão/EDF, C-124/10 P, ECLI:EU:C:2012:318, n.º 85. «*[…] avaliações económicas levadas a cabo depois da concessão da referida vantagem, a verificação retrospetiva da rentabilidade efetiva do investimento efetuado pelo Estado-Membro em causa ou justificações posteriores à escolha do procedimento efetivamente seguido não bastam […].*»

f) Conforme explica o considerando 141, o acionista minoritário, a PCC, encomendou um relatório sobre a situação financeira da Oltchim à […]. Esse relatório, datado de agosto de 2016, baseia-se num estudo de um avaliador certificado independente que calculou o valor dos ativos corpóreos da Oltchim com base numa análise dos cenários A e B do relatório sobre o Plano de Reestruturação elaborado pela R/BDO. Esse estudo utiliza o método dos fluxos de caixa atualizados (FCA) para avaliar os ativos da Oltchim no contexto do Plano de Reestruturação. A Roménia contestou essa abordagem, alegando, no considerando 157, que o método FCA só podia ser utilizado para avaliar empresas; para corroborar a sua alegação, fez referência a materiais das universidades de Harvard e Stern. No entanto, embora esses materiais transmitam efetivamente a ideia de que o método FCA é útil para avaliar empresas, não mencionam que o justo valor dos ativos não pode também ser calculado através do FCA. Além disso, os materiais de referência da universidade de Stern, a que se referiu a Roménia, indicam, na realidade, que o método FCA é um dos métodos adequados para calcular o justo valor dos ativos ([116]). Por conseguinte, este estudo, realizado com dados disponíveis no final da votação, utiliza um método válido, que mostra que, dadas as lacunas supramencionadas na avaliação de 306 milhões de EUR realizada pela R/BDO, um OEM prudente e razoável podia ter conseguido contrapor o valor dos ativos corpóreos não correntes da Oltchim, estimando-os entre 14 milhões e 128 milhões de EUR, em caso de execução do Plano de Reestruturação. Esses ativos representavam, de acordo com o relatório da […], cerca de 85 % dos ativos da Oltchim; um OEM teria concluído (depois de ter conta que um adquirente teria deduzido previamente do seu preço de compra as dívidas associadas à SPV, nomeadamente as dívidas relacionadas com os trabalhadores da Oltchim SPV) que as receitas disponíveis para os credores, iguais ao preço que um potencial comprador poderia pagar pela Oltchim SPV, líquido de custos processuais, teriam sido em média inferiores ao valor do resultado mais pessimista no processo de liquidação estimado pela Winterhill, tratando-se de uma venda *ex situ* no valor de 141 milhões de EUR. Pelo facto de o valor económico das obrigações ambientais ser semelhante em ambos os cenários (ver considerando 269), e as dívidas correntes da Oltchim SA suscetíveis de serem mais elevadas no Plano de Reestruturação do que em caso de liquidação devido ao período de tempo mais longo ([117]), um credor numa economia de mercado teria concluído que o cenário de liquidação maximizaria a sua recuperação.

g) Tal posição não pode ser ilidida pelos valores apresentados pela Roménia para a venda no que diz respeito ao montante oferecido pela Chimcomplex no âmbito do atual processo de venda, lançado em agosto de 2016, de cerca de 57 % dos ativos da Oltchim SA, pelas seguintes razões: i) esse valor corresponde a outro processo de venda, que não é o da venda da Oltchim SPV (incluindo dívidas, por exemplo, aos trabalhadores), ii) esse valor corresponde à observação ex post que não pôde ser tida em conta pelos credores aquando da votação no Plano, no início de 2015, e iii) esse valor baseia-se em 57 % dos ativos da Oltchim: ignora o facto de que outros ativos, na sua maioria relacionados com Bradu (cuja inclusão na SPV estava prevista no Plano de Reestruturação apresentado pela R/BDO), podiam considerar-se como tendo um valor negativo (em vez de um valor positivo adicional, como alegou a Roménia em 16 de maio de 2018), uma vez que havia anos que registavam perdas contínuas por não estarem em funcionamento; A unidade de Bradu (anteriormente conhecida por Arpechim) já era deficitária antes de ser adquirida em 2009 pela Oltchim por um preço simbólico ([118]).

h) O mesmo se aplica igualmente às observações *ex post* apresentadas pela Roménia sobre a produção de um EBITDA positivo, que permite à Oltchim reduzir as suas dívidas correntes pós-insolvência. A Comissão observa que a Roménia não referiu outros valores *ex post* que comprometessem as receitas relacionadas com a venda em bloco da Oltchim, como o baixo valor de uma proposta espontânea da Chimcomplex [superior

([116]) http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/fairvalue.pdf — p. 3 — «[Primeiro ponto] «Métodos de cálculo do justo valor» — «Método dos fluxos de caixa atualizados, relaciona o valor de um ativo com o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados desse ativo.»

([117]) O relatório sobre o Plano de Reestruturação elaborado pela R/BDO referia uma dívida corrente de 50,3 milhões de EUR em 30 de novembro de 2014, com um desvio de até 58 milhões de EUR no cenário A do Plano e 65 milhões de EUR no cenário B (p. 86 e 90), no período de três anos em que a R/BDO previa que se realizasse a venda em bloco, sem prejuízo de outros desvios no caso de um processo de venda mais longo, que era provável que ocorresse dadas as várias tentativas fracassadas de privatização em bloco anteriores.

([118]) *Fonte:* Observações da R/BDO sobre a decisão de início do procedimento, pontos 11, 16 e 18. Segundo a R/BDO, «[n]o que diz respeito ao valor da plataforma Arpechim, em dezembro de 2009, o vendedor privado, a OMV Petrom, considerou que o preço de 1 EUR solicitado pelo comprador, a Oltchim SA, era suficiente para satisfazer as suas necessidades. No âmbito desta transação, de acordo com o contrato de compra e venda autenticado em 29 de janeiro de 2010, a Oltchim SA pagou 1 RON pelo terreno e 0,50 RON pelos edifícios». Além disso, ainda segundo a R/BDO «o resultado da análise destes documentos revela que a SC OMV Petrom SA tinha a certeza de que o valor da plataforma Arpechim, ajustado aos custos associados que acompanham esses ativos (as obrigações ambientais), era nulo para os credores e possivelmente negativo para o proprietário».

a 100 milhões de EUR], limitada ao local de Vâlcea (segundo fontes públicas) ([119]), em 2016, conforme declarou a PCC, ou de Dan Diaconescu (45 milhões de EUR em 2012), de acordo com a PCC (ver considerando 140), em comparação com o valor previsto de 293,7 milhões de EUR estimado pela Wintherhill e confirmado no relatório do Plano de Reestruturação apresentado aos credores pela R/BDO.

i) Do mesmo modo, conforme já explicado (ver considerando 266), embora o valor da venda através de pacotes de ativos só pudesse levar a um aumento do preço em comparação com um processo limitado à venda em bloco, o resultado real desta venda através de pacotes de ativos (129 milhões de EUR), sem constituir um valor *ex ante*, revelou-se consideravelmente mais baixo do que a estimativa das receitas no Plano de Reestruturação realizada pela Winterhill.

(269) Pelo contrário, no que diz respeito às potenciais receitas obtidas com a liquidação ([120]), estas foram subestimadas pelos credores públicos aquando da aprovação do Plano de Reestruturação com base nos relatórios da R/BDO, devido ao seguinte:

a) Um OEM não teria apenas ponderado uma liquidação *ex situ* (recuperação esperada no valor de 141 milhões de EUR para os credores ([121])); também teria avaliado o resultado potencial de uma venda *in situ* ou de uma situação intermédia, em que uma grande parte dos ativos seria comprada como grupo funcional (ver considerando 11 no Anexo Técnico).

b) A R/BDO alegou que as obrigações ambientais não estavam todas incluídas na estimativa do valor da liquidação realizada pela Winterhill. Contudo, o montante de 464 milhões de EUR das obrigações ambientais calculado pela Oltchim, e tido em conta pelos administradores nomeados pelo tribunal no seu relatório de apoio ao Plano de Reestruturação, em detrimento da liquidação da Oltchim, é exagerado: Grande parte dos ativos era suscetível de ser adquirida por um comprador que exercesse atividades industriais no local da Oltchim, evitando assim a demolição total das instalações, prevista na referida estimativa. Por conseguinte, o valor central das obrigações ambientais tido em conta no cenário de liquidação devia ter sido muito inferior do que o valor estimado pela Oltchim de 464 milhões de EUR, conforme defendido pela PCC, que também opera no setor petroquímico: a substituição total do solo contaminado da Oltchim por solo vegetal ou a demolição das estruturas de betão das instalações (no total de cerca de 420 milhões de EUR da estimativa de 464 milhões de EUR da Oltchim) não seriam necessárias, por exemplo, em caso de aquisição parcial dos ativos da Oltchim.

c) Além disso, um OEM não teria confiado numa estimativa de um devedor diretamente interessado na sua própria sobrevivência (desacreditando assim o cenário de liquidação), mas em relatórios externos e independentes.

d) A Comissão considera que as obrigações ambientais teriam sido neutralizadas e consideradas suscetíveis de afetar da mesma forma as perspetivas de recuperação por um credor numa economia de mercado ao comparar as potenciais receitas decorrentes de um processo de liquidação e as potenciais receitas decorrentes do Plano de Reestruturação proposto, pelas seguintes razões:

1) De acordo com a Roménia ([122]), a distribuição das receitas com ou sem a dedução prévia dos custos ambientais correspondia ao tipo de venda: ativos *in situ* ou *ex situ*. Segundo as observações da R/BDO, a liquidação podia resultar numa venda *in situ* (ver considerando 10 do Anexo Técnico). Neste contexto, isto significa o reconhecimento *de facto* para as autoridades romenas de que as obrigações ambientais não eram devidas em todos os resultados possíveis do processo de liquidação.

2) As obrigações ambientais estimadas pela Oltchim no cenário de liquidação também tinham de ser tidas cuidadosamente em conta pelo comprador potencial da Oltchim SPV.

3) Se essas obrigações ambientais fossem transferidas para o adquirente da Oltchim SPV, mesmo que atualizadas por um valor temporal adequado, o seu montante agregado seria da mesma dimensão que o do cenário de liquidação, porque os custos de recuperação do local de produção da Oltchim eram suscetíveis de aumentar com o tempo.

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

([120]) As receitas obtidas com a liquidação foram calculadas pelos administradores nomeados pelo tribunal no seu relatório destinado aos credores com base numa avaliação *ex situ* da Winterhill, em que se previa a venda dos ativos da Oltchim pelo seu valor residual, após a dedução dos seus custos de desmantelamento e remoção. A Winterhill é uma empresa consultora que foi nomeada em 3 de junho de 2013 pela R/BDO para avaliar os valores de mercado/liquidação da Oltchim. A R/BDO argumentou que o valor de liquidação era negativo devido às obrigações ambientais, que ascendiam a 464 milhões de EUR, com base numa estimativa da Oltchim.

([121]) 108 milhões de EUR para ativos garantidos e 32 milhões de EUR para ativos sem oneração, de acordo com o estudo de 2013 da Winterhill.

([122]) Observações de 16 de maio de 2018, ponto R13, alínea i).

4) Além disso, o comprador da SPV ou teria tido em conta essas obrigações na sua proposta ou teria solicitado ao vendedor que as assumisse e as pagasse, como ilustrado pelo caso da privatização da Petrom, em que a OMV impôs como condição prévia para a transação que a Petrom (através do seu acionista) assumisse as obrigações ambientais associadas ao encerramento da Arpechim Pitesti (custos estimados de cerca de 600 milhões de EUR ao Estado romeno ([123])).

5) Ademais, se as obrigações fossem transferidas para o comprador, este último podia ser obrigado por autoridades ambientais diligentes a dar uma garantia para cobrir o custo dessas obrigações; um credor numa economia de mercado já estaria à espera que um comprador tivesse dificuldade em encontrar um garante/banco num contexto em que a rentabilidade da Oltchim SA era baixa em comparação com as potenciais dívidas elevadas em causa.

6) Em consequência, era muito provável que os potenciais compradores solicitassem à Oltchim SA que suportasse o custo das obrigações ambientais. Este ponto é realçado nas explicações das autoridades romenas, segundo as quais as obrigações ambientais eram mantidas na sua maioria (se não na totalidade) pela Oltchim; de acordo com a Roménia, na privatização, as empresas poluidoras são adquiridas juntamente com todas as suas obrigações ambientais (incluindo as anteriores), ao passo que, no caso da Oltchim SPV, essas obrigações deveriam permanecer a cargo do vendedor devido à tentativa de vender em bloco os principais ativos da Oltchim através da Oltchim SPV.

7) Em consequência, um credor numa economia de mercado teria considerado razoavelmente que tais obrigações seriam deduzidas das receitas da venda da Oltchim SPV de uma forma semelhante à que foi declarada pela Roménia no cenário de liquidação. Havia efetivamente uma elevada probabilidade de as obrigações ambientais terem de ser previamente deduzidas das receitas da venda da Oltchim SPV (caso não fossem transferidas) antes do pagamento aos credores (em caso de liquidação da Oltchim SA logo após a venda da Oltchim SPV): o contrário poderia redundar na evasão ao princípio do «poluidor--pagador» na UE através de uma constituição complexa de SPV.

8) O facto de as obrigações ambientais terem de ser pagas num cenário de liquidação não pode servir de argumento para adiar indefinidamente a liquidação de uma atividade insustentável: dado o fracasso das várias tentativas de privatização anteriores, um OEM teria considerado que o Plano de Reestruturação, conforme elaborado em 2014, iria fracassar e que as obrigações ambientais teriam de ser pagas, de qualquer modo, numa fase posterior, quando a Oltchim fosse, muito provavelmente, liquidada após o fracasso do Plano (sendo a dívida corrente adicional pós-insolvência também previamente deduzida das receitas obtidas com a liquidação).

9) Por último, **a Roménia não apresentou qualquer exemplo de liquidação de empresas em que as obrigações ambientais tivessem sido deduzidas previamente das receitas do processo de liquidação** antes do pagamento aos credores. Isto também confirma que um OEM não podia ter considerado que, na fase de liquidação, as obrigações ambientais seriam previamente deduzidas das receitas da venda dos ativos, ao passo que, no processo de reestruturação, essas obrigações seriam pagas a partir das receitas do Plano após o pagamento aos credores.

10) Assim, estas obrigações seriam neutralizadas por um credor numa economia de mercado da Oltchim quando comparasse o Plano de Reestruturação com um cenário de liquidação.

11) Apesar de ter verificado que a AAAS criticou, na sua avaliação económica, o elevado valor assumido pela Oltchim ([124]), a Comissão observa que a Roménia não apresentou provas de que a AAAS ou outros credores públicos tenham realizado a sua própria estimativa das obrigações ambientais, com base nessa observação. Também não neutralizaram esse elemento entre o cenário de liquidação e o cenário da reestruturação.

e) Por último, a R/BDO ([125]) afirmou que, em caso de liquidação, os credores garantidos seriam os únicos a serem pagos na sequência da venda dos ativos. Por conseguinte, reconhecem que havia perspetivas de recuperação para os credores garantidos no cenário de liquidação, ou seja, que a estimativa das obrigações ambientais pela Oltchim (ver considerando 102) não devia ter sido considerada pelos credores. Posteriormente, a Roménia alegou que uma maioria dos credores garantidos votou a favor do Plano por estar convencida de que não iria receber um montante que «cobrisse na íntegra» os seus créditos em caso de liquidação, não excluindo assim a possibilidade de recuperação parcial para os credores garantidos.

([123]) http://romanialibera.ro/economie/companii/petrom-a-fost-dat-gratis-in-contul-poluarii-istorice-236881
([124]) A AAAS comparou nomeadamente a estimativa da Oltchim, que ascende a 464 milhões de EUR, com a que é indicada no relatório da *Romcontrol*, a saber, 91,4 milhões de EUR, e considerou a primeira exagerada.
([125]) Ponto 104 das suas observações datadas de 1 de setembro de 2016.

B) **Os votos dos credores públicos não podem ser considerados uma operação *pari passu***

(270) A Comissão considera que os argumentos da Roménia sobre os alegados votos *pari passu* dos credores públicos (resumidos nos considerandos 168 e 170) são infundados: em particular, não se podia considerar que a AAAS e a Electrica se encontravam numa situação comparável à dos credores garantidos, uma vez que a maioria dos seus créditos pertencia à categoria dos credores orçamentais (respetivamente, a categoria dos credores não garantidos).

(271) A Comissão também não pode considerar que os credores públicos nas categorias dos credores orçamentais (AAAS e Serviço Nacional da Água Romeno) e os fornecedores essenciais (CET Govora e Serviço Nacional da Água Romeno) cumprem as condições *pari passu*, dada a ausência de credores privados nessas categorias. No que respeita aos credores não garantidos, a Comissão também observa que as autoridades romenas reconhecem a irrelevância do critério *pari passu* para esses credores, dada a sua perspetiva de não recuperação no âmbito do Plano Reestruturação; a Comissão observa ainda que a Electrica e a Salrom não se encontravam numa situação comparável à de outros credores não garantidos, já que detêm créditos tanto como credores garantidos como não garantidos.

(272) Além disso, as autoridades romenas afirmaram que a mera aprovação do Plano pelos credores garantidos (concordando com uma remissão da dívida de 20 % a 27 %) provou que os créditos dos credores orçamentais não tinham valor. os credores garantidos podiam ter obtido uma remissão mais baixa, de acordo com a Roménia, se não tivessem aceitado que o Plano previsse uma recuperação mínima de 20 % para os credores orçamentais e de 30 % para os fornecedores essenciais, para assegurar que estas duas últimas categorias votassem a favor do Plano. Contudo, estes argumentos apresentam lacunas: se não fosse possível qualquer recuperação para os credores orçamentais e fornecedores essenciais num cenário de liquidação, então, estes últimos teriam, muito provavelmente, aceitado taxas de recuperação mais baixas, como 5 % (ou mesmo 10 %), para os seus créditos, em comparação com a taxa de 20-30 % que obtiveram com o Plano de Reestruturação.

(273) As autoridades romenas também sublinharam que muitos credores privados votaram a favor do Plano para que o voto dos credores públicos respeitasse o princípio do OEM. Com efeito, enquanto quase todos os credores privados que detinham uma dívida garantida, ou uma maioria de dívida garantida, votaram a favor do Plano, os que detinham exclusivamente dívida não garantida votaram contra ([126]). Isto prova que o voto da AAAS e da Electrica a favor do Plano não respeitou o princípio do OEM, uma vez que, dada a sua remissão de dívida significativa e a percentagem de dívida não garantida, a sua posição era mais próxima dos credores privados, que votaram contra.

(274) Ademais, atendendo às lacunas na comparação realizada pela R/BDO entre o Plano de Reestruturação e a liquidação, um OEM diligente teria tido muito cuidado ao analisar os resultados deste estudo na altura da votação. Contudo, os credores privados não podiam razoavelmente ter em conta as repetidas declarações (ver considerandos 27, 28 e 30) do acionista da Oltchim SA que sugeriam que o Estado romeno não deixaria a Oltchim fracassar; não podiam ignorar o Memorando aprovado pelo primeiro-ministro e a possibilidade de que, naquele contexto, o Estado romeno iria tentar conceder mais auxílios à Oltchim, tornando o Plano de Reestruturação mais favorável para eles naquelas circunstâncias do que a liquidação, precisamente devido à possibilidade de um auxílio suplementar à Oltchim. Isto explica os votos favoráveis ou as abstenções por uma parte dos credores privados, enquanto outros, como a Electrica Furnizare, votaram contra o Plano. Tal como defende a PCC, os credores privados que aprovaram o Plano de Reestruturação agiram mais como seguidores da decisão do Estado do que como promotores do Plano de Reestruturação.

(275) Com base nos considerandos 270 a 274, a Comissão conclui que o voto dos credores públicos não ocorreu em condições *pari passu*.

C) **Uma apreciação contrafactual diligente baseada nos elementos existentes teria levado um credor numa economia de mercado a opor-se ao Plano**

(276) À luz do que precede, atendendo às numerosas lacunas nos planos de liquidação e reestruturação apresentados aos credores no relatório sobre a reestruturação da R/BDO e à ausência de um comportamento *pari passu* por parte dos credores públicos em relação ao dos credores privados em qualquer uma das categorias, a Comissão considera que um credor numa economia de mercado diligente e prudente teria realizado a sua própria análise para comparar o cenário de liquidação com o Plano de Reestruturação na altura da votação.

([126]) Este é o caso, por exemplo, dos seguintes credores não garantidos: Herbing Srl, Kronos Worldwide Limited, Tricon energy ltd Houston, Cooperative Centrale Raiffeisen — Rabobank International, Țesătoria Euro Tehnica Textil S.r.l., Electrica Furnizare S.A. ou CFR Marfă. Além disso, entre os credores privados detentores de uma maioria de dívida não garantida/orçamental e uma minoria de dívida garantida, dois votaram contra (Electrica Furnizare e DGFP Craiova), dois abstiveram-se (nomeadamente o Dutch bank ING) e apenas um (MFC Commodities GmbH) votou a favor do Plano.

(277) O estudo da AAAS era muito conciso e, embora contrariasse o montante das obrigações ambientais, não teve em conta as lacunas no valor do Plano de Reestruturação, concluindo, erradamente, que o Plano maximizava a sua recuperação dos créditos. Nas suas observações, a Electrica não considerou útil realizar o seu próprio teste *ex ante* do credor numa economia de mercado, e confiou no estudo da R/BDO, apesar das suas lacunas. As autoridades romenas não apresentaram quaisquer provas de que a Salrom, o Serviço Nacional da Água ou a CET Govora realizaram um estudo interno sobre o credor numa economia de mercado na altura da votação.

(278) **A Comissão realizou o teste do OEM, descrito no Anexo Técnico**, com base nos dados disponíveis para os credores na altura da votação. Nesta versão final do teste do OEM, a Comissão teve em conta, sempre que necessário e adequado, as observações que as autoridades romenas foram convidadas pela Comissão a fazer sobre a versão provisória desse teste, durante o procedimento formal (ver considerando 172).

(279) **Os resultados dessa apreciação mostram que as receitas da liquidação são superiores ou iguais às receitas do Plano de Reestruturação em cada um dos três cenários analisados relativamente à AAAS, ao Serviço Nacional da Água, à Salrom, à Electrica e à CET Govora**.

(280) Um OEM também teria tido em conta que, dados os vários fracassos anteriores, havia uma elevada probabilidade de insucesso ou de se registarem grandes atrasos associados ao Plano de Reestruturação: seguir por esta via significava que a Oltchim SA podia comprometer-se com uma dívida corrente adicional significativa, a qual seria previamente deduzida das receitas de uma liquidação, caso a venda da Oltchim SPV prevista no Plano de Reestruturação fracassasse (ou levasse mais tempo do que o previsto). Em consequência, considerou-se que as receitas do Plano de Reestruturação eram ainda mais baixas para os credores, apesar dos custos administrativos e legais inevitáveis em que estes incorreriam para monitorizar internamente a sua vulnerabilidade à Oltchim durante a execução do Plano.

(281) Em consequência, conforme demonstrado pela análise descrita no Anexo Técnico, a **AAAS, a Electrica, a Salrom e o Serviço Nacional da Água não agiram como operadores numa economia de mercado ao apoiarem o Plano de Reestruturação em detrimento do processo de liquidação**, uma vez que as receitas esperadas com o Plano eram inferiores e muito mais incertas. O seu voto garantiu uma vantagem à Oltchim, correspondente ao valor da remissão das dívidas que aceitaram. As circunstâncias específicas em causa relativamente à CET Govora, descritas nos considerandos 246 e 248, não permitem à Comissão concluir a existência de uma vantagem económica para este credor no que se refere à Medida 3.

(282) A Comissão observa ainda que essas remissões foram efetivamente realizadas, conforme demonstrado pelo resultado excecional registado pela Oltchim em 2015, relacionado com a remissão agregada pelos credores públicos e privados, que ascendeu a 518 milhões de EUR [ver considerandos 91 e 268, alínea b)] e representou mais de 95 % do limite inferior da remissão aprovado pelos credores (ver quadro 4) no Plano e confirmado pelo tribunal.

(283) **Em consequência, a Comissão considera que, no âmbito da Medida 3, embora o voto da CET Govora não tenha conferido uma vantagem à Oltchim, os votos da AAAS, da Electrica, da Salrom e do Serviço Nacional da Água conferiram à Oltchim uma vantagem económica seletiva de 1 486 milhões de RON (327 milhões de EUR** ([127])**, o que corresponde ao limite inferior do intervalo da remissão, compreendido entre 1 486 milhões de RON (327 milhões de EUR** ([128])**) e 1 525 milhões de RON (335 milhões de EUR), acordado pelos credores envolvidos no Plano de Reestruturação, conforme especificado no seguinte quadro:**

Credor	Vantagem conferida ao abrigo da Medida 3	
	EUR	RON
AAAS	211 198 788	959 994 490
Electrica	109 574 383	498 065 377

([127]) Com base na taxa de câmbio de 1 EUR = 0,22 RON utilizada na altura da votação (ver quadro 4).
([128]) Com base na taxa de câmbio de 1 EUR = 0,22 RON utilizada na altura da votação (ver quadro 4).

Credor	Vantagem conferida ao abrigo da Medida 3	
	EUR	RON
Salrom	4 014 997	18 249 986
Serviço Nacional da Água Romeno	2 234 711	10 157 777
Total	**327 022 879**	**1 486 467 630**

6.1.2.4. Apreciação geral da vantagem económica e imputabilidade ao Estado das Medidas 1, 2 e 3

(284) Após a apreciação separada de cada medida, a Comissão considera necessário realizar uma apreciação mais geral da estratégia do Estado para a Oltchim no período entre setembro de 2012 e abril de 2015.

(285) As Medidas 1, 2 e 3 *supra* estão, de facto, intrinsecamente ligadas e fazem parte do mesmo objetivo, que é apoiar e manter a Oltchim no mercado, bem como assegurar o emprego dos seus trabalhadores, através da não execução ou remissão das dívidas ou da prossecução do fornecimento. Todas estas medidas foram canalizadas e asseguradas pela assinatura do Memorando, iniciado pelo Estado e aprovado pelo primeiro-ministro (ver considerandos 1, 31, 150, 203 e 205 acima). Além disso, tais medidas foram apoiadas por altos representantes do Estado, repetidas vezes, nas suas declarações à imprensa, tendo estes deixado claro o interesse estratégico do Governo romeno em manter a Oltchim em funcionamento e a sua intenção de evitar a liquidação a todo o custo [ver considerandos 28, 30, 31 e 204, alíneas d) a i)].

(286) Esta estratégia parece ainda mais evidente quando se tem em conta i) a mesma identidade das empresas que concedem as medidas e a sua opção de voto no âmbito da reestruturação da Oltchim; ii) a cronologia das medidas em causa; iii) o seu objetivo, a saber, assegurar a sobrevivência da Oltchim a todo o custo e evitar a liquidação; e iv) a situação (financeira e os riscos) da empresa na altura em que foi tomada a decisão de adotar cada uma das medidas, ou seja, o encerramento da Oltchim com vista à insolvência ([129]).

(287) A Medida 3 confere uma vantagem à Oltchim que não pode ser separada das Medidas 1 e 2. A Medida 3 não existiria sem as Medidas 1 e 2. As dívidas acumuladas à AAAS no âmbito da Medida 1 e à CET Govora, em resultado do fornecimento contínuo não pago no âmbito da Medida 2 foram posteriormente anuladas no âmbito da Medida 3.

(288) De acordo com o Memorando, os intervenientes públicos e privados que o assinaram concordaram em cooperar no sentido de desenvolver uma «estratégia sustentável de relançamento» da Oltchim com o principal objetivo de: i) «incentivar e proteger os credores, em particular os trabalhadores», para o recomeço integral das atividades rentáveis e o seu funcionamento a longo prazo, assegurando, ao mesmo tempo, um nível adequado de confiança, para que apoiassem a estratégia, ii) permitir às partes comunicar aos mercados, à comunidade internacional e ao público em geral que estavam a avaliar uma solução sustentável para a Oltchim e iii) garantir uma reestruturação controlada da Oltchim.

(289) Em termos gerais, dadas as anteriores numerosas tentativas fracassadas de privatização em bloco, um OEM numa situação semelhante à da AAAS teria tentado, em primeiro lugar, impor um plano de reestruturação que lhe fosse favorável, nomeadamente baseado numa venda através de pacotes de ativos. A AAAS dispunha dos meios (ver considerando 265) para maximizar a sua recuperação da dívida da Oltchim, solicitando primeiro ao tribunal a execução dos seus créditos e desencadeando, deste modo, a insolvência desta última, e depois apresentando a sua própria proposta de plano de reestruturação, conforme prevê a Lei da Insolvência (ver artigo 94.º, n.º 1, da Lei da Insolvência).

(290) Em conclusão, uma vez que a Medida 3 não pode ser razoavelmente separada das Medidas 1 e 2, todas estas medidas constituem uma série de intervenções interligadas, imputáveis ao Estado, que conferem uma vantagem à Oltchim, tal como referido no Memorando.

([129]) Ver, por exemplo, o acórdão BP Chemicals/Comissão, no processo T-11/95, e o ponto 81 da Comunicação da Comissão sobre a noção de auxílio estatal (2016/C 262/01).

(291) **Em consequência, em termos gerais, a Comissão considera que a AAAS concedeu à Oltchim uma vantagem económica seletiva total no valor de 217 827 557 EUR** ([130]) **(990 125 260 RON), e que a vantagem económica seletiva agregada que os credores da AAAS, da Salrom, da CET Govora, do Serviço Nacional da Água e da Electrica concederam à Oltchim é igual a 1 516 598 405 RON (333 651 649 EUR) no que diz respeito ao conjunto das Medidas 1 e 3** ([131])**, a que se junta a vantagem decorrente da Medida 2.**

6.1.3. *Distorção da concorrência e efeito sobre as trocas comerciais entre Estados-Membros*

(292) O apoio público é suscetível de falsear a concorrência, mesmo que não contribua para que a empresa beneficiária se expanda e obtenha quotas de mercado. É suficiente que o auxílio permita manter uma posição competitiva mais forte do que teria tido se o auxílio não tivesse sido concedido. Neste contexto, para se presumir que o auxílio falseia a concorrência, considera-se, regra geral, suficiente que o auxílio proporcione ao beneficiário uma vantagem libertando-o de encargos que, de outro modo, teria tido de assumir no decorrer da sua gestão corrente das operações ([132]).

(293) Os apoios públicos concedidos às empresas só constituem um auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE na medida em que «afetem as trocas comerciais entre os Estados-Membros». A este respeito, não é necessário demonstrar uma incidência real do auxílio em causa sobre as trocas comerciais entre os Estados-Membros, mas apenas que o auxílio é suscetível de afetar essas trocas comerciais ([133]). Em particular, os Tribunais da União declararam que, quando um auxílio financeiro concedido por um Estado reforça a posição de uma empresa relativamente às demais empresas concorrentes nas trocas comerciais intra-União, deve entender-se que estas últimas são influenciadas pelo auxílio ([134]).

(294) O apoio público pode ser considerado suscetível de ter um efeito nas trocas comerciais entre os Estados-Membros ainda que o beneficiário não participe diretamente no comércio transfronteiras. Por exemplo, a subvenção pode dificultar a entrada de operadores de outros Estados-Membros no mercado através da manutenção ou do aumento do fornecimento local ([135]).

(295) A Comissão considera que, ao conceder à Oltchim a possibilidade de prosseguir e reestruturar as suas atividades e de anular as dívidas públicas, as medidas são suscetíveis de melhorar a sua posição competitiva em relação aos seus concorrentes no mercado interno.

(296) A Oltchim opera na produção de produtos químicos de base, ou seja, em mercados competitivos europeus e mundiais.

(297) Por conseguinte, a Comissão conclui que as medidas têm o potencial de falsear ou ameaçar falsear a concorrência e afetar as trocas comerciais entre os Estados-Membros.

6.1.4. *Conclusão sobre a existência de um auxílio*

(298) Dado que todas as condições para a existência de auxílios estatais na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE (ver secções 6.1.1 a 6.1.3 acima) estão reunidas para cada uma das três medidas, a Comissão conclui que:

— A *Medida 1* constitui um auxílio estatal;

([130]) O montante agregado relativo ao conjunto das Medidas 1 e 3 é inferior à soma das vantagens calculadas no âmbito da Medida 1 (33 milhões EUR) e da Medida 3 (327 milhões de EUR) para não contabilizar duas vezes a parte da vantagem concedida pela AAAS no âmbito da Medida 1 que foi remitida no âmbito da Medida 3. A vantagem concedida pela AAAS no âmbito do conjunto das Medidas 1 e 3 foi calculada somando à remissão concedida pela AAAS, no âmbito da Medida 3 (211 milhões de EUR), a parte da dívida adicional de 33 milhões de EUR concedida no âmbito da Medida 1 que não foi remitida no âmbito da Medida 3; cerca de 20 % da vantagem de 33 milhões de EUR, resultante da inação da AAAS entre setembro de 2012 e janeiro de 2013, (Medida 1) não foi remitida em 2015 (Medida 3), pelo que deve ser somada à Medida 1, por forma a calcular a vantagem concedida pela AAAS no que diz respeito ao conjunto das Medidas 1 e 3.

([131]) Ver nota de rodapé 130.

([132]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 3 de março de 2005, Heiser, no processo C-172/03, ECLI:EU:C:2005:130, n.º 55.

([133]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 14 de janeiro de 2015, Eventech/The Parking Adjudicator, no processo C-518/13, ECLI:EU:C:2015:9, n.º 66; acórdão do Tribunal de Justiça de 8 de maio de 2013, Libert e outros, nos processos apensos C-197/11 e C-203/11, ECLI:EU:C:2013:288, n.º 76.

([134]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 14 de janeiro de 2015, Eventech/The Parking Adjudicator, no processo C-518/13, ECLI:EU:C:2015:9, n.º 65; acórdão do Tribunal de Justiça de 8 de maio de 2013, Libert e outros, nos processos apensos C-197/11 e C-203/11, ECLI:EU:C:2013:288, n.º 77; acórdão do Tribunal Geral de 4 de abril de 2001, Friuli Venezia Giulia, no processo T-288/97, ECLI:EU:T:2001:115, n.º 41.

([135]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 14 de janeiro de 2015, Eventech/The Parking Adjudicator, no processo C-518/13, ECLI:EU:C:2015:9, n.º 67: Acórdão do Tribunal de Justiça de 8 de maio de 2013, Libert e outros, nos processos apensos C-197/11 e C-203/11, ECLI:EU:C:2013:288, n.º 78; Acórdão do Tribunal de Justiça de 24 de julho de 2003, Altmark Trans, no processo C-280/00, ECLI:EU:C:2003:415, n.º 78.

— A *Medida 2* constitui um auxílio estatal relativamente à CET Govora, mas não à Salrom;

— A *Medida 3* constitui um auxílio estatal relativamente à AAAS, ao Serviço Nacional da Água, à Salrom e à Electrica, mas não à CET Govora.

(299) As Medidas 1, 2 e 3 tomadas em conjunto constituem um auxílio estatal relativamente à AAAS, ao Serviço Nacional da Água, à Salrom, à CET Govora e à Electrica. Com base no considerando 291 *supra*, a Comissão conclui que o Estado romeno concedeu à Oltchim um auxílio de 1 516 598 405 RON (333 651 649 EUR) reforçado pela vantagem relacionada com a Medida 2.

6.1.5. *Legalidade do auxílio*

(300) A Comissão observa que as Medidas 1, 2 (no que diz respeito à CET Govora) e 3 (relativamente à AAAS, ao Serviço Nacional da Água, à Salrom e à Electrica) foram concedidas no período 2012-2015 em violação das obrigações de suspensão previstas no artigo 108.º, n.º 3, do TFUE.

(301) Por conseguinte, uma vez que considerou que essas medidas constituíam auxílios estatais na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE, a Comissão conclui que constituem auxílios estatais ilegais.

6.2. **Compatibilidade do auxílio e base jurídica para a apreciação**

(302) Em conformidade com a jurisprudência assente, o Estado-Membro que solicita autorização para conceder auxílios em derrogação das regras do Tratado fica obrigado a um dever de colaboração com a Comissão.

(303) Por força deste dever, compete-lhe, nomeadamente, fornecer todos os elementos suscetíveis de permitir a esta instituição verificar se as condições para a derrogação solicitada estão preenchidas ([136]). Neste caso, as autoridades romenas não apresentaram qualquer base jurídica para a apreciação da compatibilidade.

(304) Dado que a Oltchim pode ser considerada uma empresa em dificuldade (ver considerando 88), o único motivo para a compatibilidade que a Comissão identificou na decisão de início do procedimento ([137]) foi o auxílio de emergência e à reestruturação com base nas Orientações E&R de 2014.

(305) De facto, as autoridades romenas alegaram (numa fase tardia do processo ([138])) que as medidas eram potencialmente elegíveis como auxílios à reestruturação e aludiram à possibilidade de considerar o Plano de Reestruturação um plano para o efeito. Para tal, a Roménia salienta os progressos consideráveis da empresa durante o período de reestruturação.

(306) Contudo, terminada a fase de investigação, a Comissão conclui que os critérios de compatibilidade dos auxílios de emergência ou à reestruturação previstos nas Orientações E&R não se encontram preenchidos relativamente a nenhuma das medidas, mesmo no âmbito do Plano de Reestruturação conforme aprovado e executado pela Roménia.

(307) Especificamente, a Comissão não conseguiu, no mínimo, identificar qualquer contribuição significativa, real, concreta ou suficiente para os custos de reestruturação a suportar pelos recursos próprios da Oltchim na aceção do ponto 35 das Orientações E&R de 2014. O montante do auxílio excede substancialmente o preço de venda obtido na sequência do concurso. Mais concretamente, o montante global do auxílio excede 333 milhões de EUR (valor que corresponde apenas ao conjunto das Medidas 1 e 3 e que deve ser complementado pelo montante do auxílio correspondente à Medida 2), ao passo que o montante obtido com a venda da maior parte dos ativos da Oltchim não excede 143 milhões, o que é substancialmente inferior ao limiar mínimo de contribuição própria de 50 % estabelecido nas Orientações E&R de 2014 ([139]). O Plano de Reestruturação da Oltchim não foi concluído até à data, devido ao facto de o novo concurso para a venda dos restantes ativos da Oltchim ainda estar a decorrer e a sua conclusão não estar prevista para antes de abril de 2019. Por conseguinte, a Comissão entende que, para efeitos de cálculo da contribuição própria, não se podem considerar como fonte adicional de financiament quaisquer vendas de ativos o, para além das que já estão registadas no âmbito das receitas de venda correspondentes ao primeiro concurso, já concluído.

([136]) Ver o processo C-364/90, República Italiana/Comissão das Comunidades Europeias, EU:C:1993:157, n.º 20.
([137]) Ver a decisão de início do procedimento em SA.36086 (2016/NN)(ex2013/CP) — Potencial auxílio à Oltchim SA, ponto 148, http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/263778/263778_1773690_109_2.pdf
([138]) Ver a resposta da Roménia de maio de 2018 ao pedido de informações de 30 de janeiro de 2018, secção IV, ponto A, p. 31.
([139]) Apesar de as Medida 1 e 2 terem sido executadas antes da entrada em vigor das Orientações E&R de 2014, a aplicação das Orientações E&R de 2004 teria sido idêntica no que respeita ao princípio da contribuição própria (ponto 44).

(308) Além disso, de acordo com o ponto 65 das Orientações E&R de 2014, «[q]uando o apoio estatal for concedido sob uma forma que reforce a posição de capital próprio do beneficiário, por exemplo quando o Estado fornecer […] ou anular a dívida, […] os auxílios destinados a cobrir as perdas devem ser concedidos apenas em condições que impliquem uma repartição de encargos adequada por parte dos investidores existentes». A Roménia não forneceu quaisquer informações que demonstrassem uma repartição de encargos adequada no âmbito do Plano de Reestruturação. O ponto 67 das Orientações E&R também prevê que «[a] repartição adequada de encargos significa também que todos os auxílios estatais que reforcem a posição de capital próprio do beneficiário devem ser concedidos em termos que deem ao Estado uma parcela razoável de futuras mais-valias do beneficiário, atendendo ao montante de fundos próprios injetados pelo Estado em comparação com os fundos próprios remanescentes da empresa após contabilização das perdas». No caso da Oltchim, não foi demonstrada essa repartição dos encargos adequada.

(309) Por último, dada a posição importante da Oltchim no setor químico na Roménia e às suas quotas de mercado significativas nos vários mercados de produtos e geográficos em que opera, e de acordo com a secção 3.6.2. das Orientações E&R, a Oltchim devia ter tomado medidas para limitar as distorções da concorrência criadas pelo auxílio. Neste contexto, a Comissão observa que a Roménia não propôs quaisquer medidas compensatórias estruturais ou comportamentais.

(310) Em consequência, a Comissão conclui que o Plano de Reestruturação não preenche várias das condições cumulativas exigidas pelas Orientações E&R de 2014, pelo que não pode prosseguir por esta via, apesar de a Roménia se ter mostrado disponível para apresentar mais observações a este respeito.

6.3. **Recuperação**

(311) Segundo o TFUE e a jurisprudência dos Tribunais da União, a Comissão tem competência para obrigar o Estado-Membro em causa a suprimir ou modificar o auxílio quando se demonstre que este é incompatível com o mercado interno ([140]). Os Tribunais da União têm também defendido, de forma reiterada, que a obrigação que incumbe a um Estado-Membro de eliminar auxílios considerados pela Comissão como incompatíveis com o mercado interno tem como finalidade restabelecer a situação anteriormente existente ([141]).

(312) Nesse contexto, os Tribunais da União indicaram que tal objetivo é alcançado quando o beneficiário tiver reembolsado os montantes concedidos a título de auxílios ilegais, perdendo assim a vantagem de que beneficiou relativamente aos seus concorrentes no mercado, e a situação anterior à concessão do auxílio se encontrar reposta ([142]).

(313) Em conformidade com a jurisprudência, o artigo 16.º, n.º 1, do Regulamento (UE) 2015/1589 do Conselho ([143]) refere que, «[n]as decisões negativas relativas a auxílios ilegais, a Comissão decidirá que o Estado-Membro em causa deve tomar todas as medidas necessárias para recuperar o auxílio do beneficiário […]».

(314) Conforme demonstrado nos considerandos 291 e 299, o auxílio concedido à Oltchim no âmbito do conjunto das três medidas — que ascende a 1 516 598 405 de RON (333 651 649 de EUR) (relativamente às Medidas 1 e 3), a ser reforçado pelo montante de auxílio decorrente da Medida 2 — foi executado em violação do artigo 108.º do TFUE e deve ser considerado como um auxílio ilegal e incompatível. Por conseguinte, este auxílio deve ser recuperado a fim de restabelecer a situação existente no mercado antes da sua concessão.

(315) A recuperação deve abranger todo o período a partir do momento em que foi gerada a vantagem para o beneficiário ([144]), ou seja, a data em que o auxílio foi colocado à disposição do beneficiário, até à recuperação efetiva, devendo o montante a recuperar ser acrescido de juros até à recuperação efetiva.

([140]) Ver o processo C-70/72, Comissão/Alemanha, [1973] ECLI:EU:C:1973:87, n.º 13.
([141]) Ver processos apensos C-278/92, C-279/92 e C-280/92, Espanha/Comissão ECLI:EU:C:1994:325, n.º 75.
([142]) V. Processo C-75/97, Bélgica/Comissão, [1999] ECLI:EU:C:1999:31, n.º 64 e 65.
([143]) Regulamento (UE) 2015/1589 do Conselho, de 13 de julho de 2015, que estabelece as regras de execução do artigo 108.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (JO L 248 de 24.9.2015, p. 9).
([144]) A Oltchim obteve: i) uma vantagem económica de 152 milhões de RON (33 milhões de EUR) concedida pela AAAS, que corresponde a uma acumulação da dívida da Oltchim à AAAS no período de 21 de setembro de 2012 a 30 de janeiro de 2013 no âmbito da Medida 1, que representa o valor temporal associado ao adiamento do pedido de execução dos créditos da AAAS, implicando uma maior vulnerabilidade desta última perante a Oltchim até 21 de abril de 2015, a partir desse período até à aprovação do Plano pelo tribunal, em 22 de abril de 2015; ii) uma vantagem económica de 1 516 598 405 de RON, concedida pela AAAS, pela Salrom, pelo Serviço Nacional da Água e pela Electrica, correspondente ao conjunto das Medidas 1 e 3 (sem dupla contabilização) a partir da aprovação do Plano pelo tribunal, em 22 de abril de 2015; iii) uma vantagem económica no âmbito da Medida 2 concedida pela CET Govora no período de 21 de setembro de 2012 a 30 de janeiro de 2013, sob a forma de uma nova acumulação da dívida da Oltchim pelo fornecimento contínuo durante esse período.

6.4. **A questão da continuidade económica na venda da Oltchim** ([145])

(316) No caso de uma decisão negativa da Comissão relativamente à recuperação de um auxílio incompatível concedido a uma empresa no contexto dos artigos 107.º e 108.º do TFUE, o Estado-Membro em causa deve recuperar o auxílio incompatível. A obrigação de recuperação pode ser extensível a uma nova empresa à qual a empresa em causa tenha transferido ou vendido parte dos seus ativos, sempre que essa estrutura de transferência ou venda leve a concluir que existe uma continuidade económica entre as duas empresas ([146]).

(317) De acordo com o acórdão do Tribunal de Justiça no processo Itália e SIM 2/Comissão ([147]), em que a Comissão baseou as suas decisões nos processos Olympic Airlines, Alitalia e SERNAM ([148]), a apreciação da continuidade económica entre a entidade «antiga» e as novas estruturas é estabelecida com base num conjunto de indicadores. Podem ser tidos em conta os seguintes fatores: o cariz dos ativos vendidos (ativos e passivos, manutenção da mão de obra, pacote de ativos), o preço de venda, a identidade do(s) adquirente(s), o momento da venda (após o início da apreciação preliminar, do procedimento formal de investigação ou da decisão final) e a lógica económica da operação. Este conjunto de indicadores foi confirmado pelo Tribunal de Justiça na sua decisão de 28 de março de 2012 no processo Ryanair/Comissão ([149]), que confirmou a decisão *Alitalia*.

(318) Conforme mencionado no considerando 5 *supra*, após várias conversações com as autoridades romenas sobre a questão da continuidade económica, em 23 de dezembro de 2016, a DG Concorrência enviou às autoridades romenas uma carta com a apreciação preliminar sobre esta questão. Nessa carta, com base nas informações fornecidas pelas autoridades romenas sobre o âmbito da venda dos nove pacotes de ativos e o processo da venda (na forma de concurso impulsionado pelo mercado), a DG Concorrência considerou, a título preliminar, que o processo de venda da Oltchim, tal como concebido naquela altura pelas autoridades romenas, não levava necessariamente à continuidade económica entre a Oltchim e a(s) empresa(s) que podia(m) ter emergido do processo de venda, sem prejuízo da apreciação de elementos cruciais que ainda eram desconhecidos naquela altura, como a efetiva conclusão e o resultado observado da venda, o âmbito efetivo da transferência, o seu preço e a sua lógica económica.

(319) Nesta fase do processo de venda, após a votação da assembleia dos credores a favor de dois dos compradores relativamente à maior parte dos ativos da Oltchim, a maioria destes elementos já é conhecida. A fim de determinar a existência de auxílio estatal a favor do(s) comprador(es) da Oltchim, a Comissão apreciará cada um dos cinco critérios enumerados a seguir.

6.4.1. *Cariz dos ativos vendidos no âmbito do Plano de Reestruturação revisto*

(320) A Comissão observa que os ativos adquiridos pelo principal comprador — a Chimcomplex, através dos pacotes de ativos n.ºs 1 a 5 e uma parte do pacote n.º 7 — representam apenas 58 % dos ativos e das instalações de produção da Oltchim (com base na avaliação da Winterhill). No que toca à DSG, esta compraria uma parte muito limitada dos ativos da Oltchim, nomeadamente o pacote de ativos n.º 6 (unidade de transformação de PVC que a Oltchim dava em locação à DSG há vários anos). Os ativos visados pela DSG representam uma parte muito pequena dos ativos e das instalações de produção da Oltchim (1,94 % com base na avaliação da Winterhill).

(321) No que respeita à Chimcomplex, não adquirirá quaisquer dívidas da Oltchim, contratos comerciais ou quaisquer matérias-primas, produtos (in)acabados ou peças sobresselentes existentes. Os potenciais custos relacionados com a poluição histórica dos terrenos são suportados pelo vendedor, em conformidade com o princípio do «poluidor-pagador». Tal está em consonância com a opinião da Comissão expressa na sua carta de 23 de dezembro de 2016, segundo a qual «as dívidas da Oltchim […], incluindo as dívidas ambientais anteriores, permanecem a cargo da Oltchim». O mesmo se aplica à DSG.

([145]) As informações da presente secção baseiam-se principalmente no terceiro relatório (secção 3.2.3), no quatro relatório (secção 2.2 e 3.1), no quinto relatório (secção 4) e no sexto relatório sobre o processo de venda dos pacotes de ativos da Oltchim (secção 3.1), elaborados pelos consultores da Oltchim.

([146]) Acórdão do Tribunal Geral de 28 de março de 2012, Ryanair Ltd/Comissão Europeia; no processo T-123/09, ECLI:EU:T:2012:164, n.º 155.

([147]) Acórdão do Tribunal de 8 de maio de 2003, República Italiana e SIM 2 Multimedia SpA/Comissão das Comunidades Europeias, nos processos apensos C-328/99 e C-399/00, Col. 2003, p. I-4035.

([148]) Decisão da Comissão, de 17 de setembro de 2008, auxílios estatais N 321/2008, N 322/2008 e N 323/2008, *Grécia — Venda de certos ativos da Olympic Airlines/Olympic Airways Services*; Decisão da Comissão, de 12 de novembro de 2008, Auxílio estatal N 510/2008 — *Itália — Venda dos ativos da Alitalia;* Decisão da Comissão de 4 de abril de 2012, SA.34547 — *França — Reprise des actifs du groupe SERNAM dans le cadre de son redressement judiciaire*.

([149]) Acórdão do Tribunal Geral de 28 de março de 2012, Ryanair Ltd/Comissão, no processo T-123/09, ECLI:EU:T:2012:164.

(322) No que se refere aos trabalhadores, as especificações do concurso e os contratos de venda não exigiam que os compradores voltassem a contratar os trabalhadores. Porém, foi oferecida a possibilidade aos compradores de voltarem a contratar os trabalhadores da Oltchim, tendo-lhes sido solicitado que, caso pretendessem fazê-lo, o declarassem nas suas propostas indicativas, indicando o número de trabalhadores a contratar de acordo com os respetivos planos de atividades. Por fim, parece que a Chimcomplex pretendia recontratar 1 215 trabalhadores, ou seja, 62 % dos trabalhadores da Oltchim na altura em que apresentou a sua proposta ([150]). O número de trabalhadores que o vendedor considerou relevante para a avaliação das propostas (ver considerado 335 *infra*) era de apenas 984, no máximo — os trabalhadores que concordaram com o pacote de recontratação, ou seja, aproximadamente 50 % do número total de trabalhadores da Oltchim. De qualquer modo, a percentagem de trabalhadores que seriam eventualmente transferidos para a Chimcomplex permanece abaixo do número de trabalhadores recontratados no âmbito de decisões anteriores da Comissão em que não foi estabelecida uma continuidade económica ([151]).

(323) Além disso, a Comissão observa que os contratos de fornecimento e venda que são importantes para a atividade operacional irão cessar. Em particular, a Chimcomplex afirma que dispõe da sua própria rede de clientes, pelo que a base de clientes se alterará consideravelmente após a aquisição dos ativos visados. A Chimcomplex também confirmou explicitamente que não utilizaria a marca comercial da Oltchim.

(324) Por fim, a Comissão observa que o âmbito das atividades a realizar pela Chimcomplex e pela DSG nos pacotes de ativos adquiridos à Oltchim será, em certa medida, diferente em comparação com as atividades da Oltchim no momento da assinatura do acordo de parceria estratégica, conforme se demonstra abaixo (ver, em particular, o ponto 6.4.5).

(325) No que se refere aos pacotes de ativos não vendidos n.os 8 e 9 e uma parte do n.º 7, apenas representam uma minoria das atividades da Oltchim e são compostos por ativos não operacionais. Por conseguinte, o âmbito das atividades a realizar pelo(s) potencia(is) comprador(es) não incluirá claramente os negócios da Oltchim e o âmbito de atividades a realizar utilizando estes ativos seria, muito provavelmente, diferente do da Oltchim.

6.4.2. *O preço de venda*

(326) A fim de evitar a continuidade económica, os ativos alvo do processo de concurso devem ser vendidos ao preço de mercado. Esse preço de mercado é definido como o preço que poderia ser fixado por um investidor privado agindo em condições de mercado ([152]).

(327) Na sequência da conclusão do concurso, a Roménia vendeu a maioria dos ativos contidos nos vários pacotes vendidos (pacotes n.os 1 a 6 e uma parte do pacote n.º 7) através de um processo de concurso aberto, transparente, não discriminatório e incondicional aos proponentes que apresentaram a proposta mais elevada e que incluíram uma prova do seu financiamento, conforme se explica abaixo.

(328) Em primeiro lugar, o convite à manifestação de interesse para os vários pacotes de ativos da Oltchim não apresentou quaisquer limitações quanto às partes que podiam apresentar propostas; por conseguinte, qualquer entidade era livre de apresentar uma proposta no processo do concurso.

(329) Conforme resulta dos diversos relatórios sobre a venda dos ativos da Oltchim (ver considerando 8), a Chimcomplex foi apenas um dos muitos participantes (chegaram à fase final nove intervenientes, no total) no concurso relativo a várias combinações de ativos da Oltchim, geridas pelos administradores judiciais da Oltchim, juntamente com a AT Kearney (o «vendedor»).

(330) Em segundo lugar, no que respeita ao princípio de transparência, o vendedor concedeu a todos os proponentes tempo suficiente e todas as informações necessárias e pormenorizadas, a fim de lhes permitir a realização de uma avaliação adequada dos ativos no âmbito do processo de devida diligência. No âmbito do segundo e terceiro relatórios sobre a venda da Oltchim, referidos no considerando 8 *supra*, os proponentes que apresentaram provas de financiamento garantido do preço incluído nas suas propostas indicativas beneficiaram de pleno acesso a uma sala de dados eletrónicos e tiveram a oportunidade de participar em reuniões com a administração da Oltchim, visitar as várias instalações e participar num processo estruturado de perguntas e respostas.

([150]) *Fonte:* Quarto relatório sobre a venda da Oltchim.

([151]) Ver, por exemplo, a Decisão (UE) 2016/151 da Comissão, de 1 de outubro de 2014, relativa ao auxílio estatal SA.31550 (2012/C) (ex 2012/NN) concedido pela Alemanha ao Nürburgring (JO L 34 de 10.2.2016, p. 1), considerando 235, em que se menciona que 85 % dos trabalhadores foram transferidos do vendedor para o comprador.

([152]) Acórdão do Tribunal de Justiça de 16 de dezembro de 2010, Saydaland, no processo C-239/09, n.º 34.

(331) Além disso, houve uma comunicação constante durante todo o processo de concurso entre o vendedor (a AT Kearney) e todos os proponentes elegíveis para as respetivas fases do procedimento de concurso no período subsequente à declaração pública da venda e a antevisão da repartição pelos potenciais proponentes (a partir de 23 de agosto de 2016), a receção das manifestações de interesse e a assinatura de acordos de confidencialidade pelos proponentes interessados (de setembro a dezembro de 2016), bem como entre 23 de janeiro de 2017 (prazo para a apresentação das propostas indicativas) e 26 de junho de 2017 (prazo para a apresentação das propostas finais).

(332) Em terceiro lugar, os elementos de prova apresentados pela Roménia demonstram que não existiu qualquer discriminação entre os proponentes em qualquer fase do processo de concurso. Com efeito, conforme resulta do considerando 328 e seguintes acima, todos os proponentes receberam informações e esclarecimentos sobre os critérios de seleção, regras e procedimentos do concurso, prazos para a apresentação das propostas indicativas e finais, prorrogação desses prazos, situação financeira da Oltchim, elementos em falta nas propostas indicativas e finais dos proponentes e eventuais pedidos de informação dos proponentes. Durante o processo, depois de resolvida uma certa falta de transparência inicial no que diz respeito ao acesso equitativo às informações, todos os proponentes receberam as informações necessárias para realizarem uma avaliação adequada dos ativos vendidos nos nove pacotes.

(333) Em quarto lugar, para além das limitações decorrentes do quadro jurídico, não foram impostas condições aos proponentes, como claramente se encontra expresso no convite à manifestação de interesse e nas várias cartas enviadas pelo vendedor (AT Kearney) aos proponentes.

(334) Em quinto lugar, o conjunto de proponentes selecionados era o que maximizava o preço para o vendedor, considerando a retirada da White Tiger Management, a qual se revelou incapaz de cumprir os critérios objetivos de garantia da transação, que visam assegurar por meio de garantias o pagamento do preço da sua proposta (ver considerando 181). Esta conclusão quanto ao preço máximo obtido não contraria a rejeição da proposta mais elevada da White Tiger em comparação com a da Chimcomplex pelo facto de que o financiamento da proposta era incerto e não apresentava as garantias necessárias, oferecendo pouca certeza à transação.

(335) O princípio da maximização do preço também não é contrariado pelo bónus associado à transferência dos trabalhadores, que foi acrescentado pelo vendedor, na sua avaliação das propostas, aos preços indicados nestas últimas. Este bónus, que correspondia a 40 % dos custos médios de despedimento (correspondendo este custo adicional a 5 000 EUR por trabalhador), estava limitado a um máximo de 50 % dos trabalhadores da Oltchim. Ao abrigo da Lei da Insolvência, as indemnizações por despedimento têm prioridade sobre os outros créditos dos credores públicos ou privados. Deste modo, da perspetiva dos credores, as indemnizações por despedimento têm o mesmo efeito do que se o preço pago fosse correspondentemente mais baixo. Além disso, no caso em apreço, este bónus não fez qualquer diferença na classificação das várias propostas ([153]).

(336) No que diz respeito aos restantes pacotes de ativos não vendidos (pacotes n.os 8 e 9 e uma parte do pacote n.º 7), que representam a minoria dos ativos da Oltchim, com base nas informações fornecidas pela Roménia nas suas observações de 20 de abril de 2018, bem como no sétimo e mais recente relatório apresentado pelo vendedor em 16 de julho de 2018, prevê-se que também sejam vendidos a preços de mercado, conforme previsto no âmbito do processo de concurso, elaborado da mesma forma que o concurso já concluído, ou seja, de forma aberta, transparente e não discriminatória, aos proponentes que apresentem as propostas mais relevantes e fiáveis para o(s) pacote(s) e, por conseguinte, a um preço de mercado.

(337) À luz do que precede, a Comissão considera que o processo de seleção enquanto tal foi suficiente para assegurar que o preço dos ativos vendidos aos compradores selecionados e aprovados corresponde ao preço de mercado, que era o único critério de seleção (sob reserva de o proponente apresentar provas de garantia do financiamento da sua proposta). Por conseguinte, a Comissão conclui que a venda dos pacotes de ativos da Oltchim foi realizada ou será realizada através de um processo de concurso aberto, transparente, não discriminatório e incondicional, assegurando-se, deste modo, no âmbito do procedimento de concurso, que a venda foi realizada ou será realizada de acordo com o preço de mercado para os pacotes de ativos.

([153]) Ver a página 23 do relatório à assembleia de credores, constante do anexo 1 do quinto relatório sobre a venda da Oltchim.

6.4.3. *A identidade do(s) comprador(es)*

(338) A identidade dos proprietários das empresas vendedora e adquirente constitui um forte indício da possibilidade de a transferência de ativos levar à continuidade económica ([154]). A Chimcomplex, a principal adquirente, é controlada pela SCR, que é controlada pelo seu acionista principal, uma pessoa singular, com 97,25 %. Com base nas informações de que dispõe, a Comissão conclui que nem a pessoa singular que exerce o controlo em última instância da SCR nem nenhuma das entidades direta ou indiretamente controladas por essa pessoa ou pela SCR detêm participações quer na Oltchim quer nos seus acionistas.

(339) No que diz respeito à DSG, importa notar que esta tinha relações comerciais duradouras com a Oltchim. Desde janeiro de 2014 que a Oltchim dava em locação à DSG a unidade de transformação de PVC, incluindo os trabalhadores. Antes de arrendar as instalações da Ramplast (pacote de ativos n.º 6 no processo de venda), a DSG era um dos principais distribuidores de perfis de PVC da Oltchim. Com base nas informações disponibilizadas à Comissão, não existem relações comerciais entre a DSG e a Oltchim.

6.4.4. *Momento da venda*

(340) A Comissão deve apreciar se o momento em que se deu o processo de concurso pode levar a que seja contornada uma decisão da Comissão de recuperar o auxílio estatal incompatível.

(341) Neste caso, a Comissão observa que o processo de insolvência foi lançado e os administradores judiciais foram nomeados pelo tribunal nacional competente em 2013. A venda dos ativos foi lançada pelos administradores judiciais em 2016, antes de a Comissão tomar qualquer decisão relativa à conclusão do procedimento formal de investigação. Além disso, no que toca ao principal comprador, a Chimcomplex, as cartas dos bancos que garantem a venda foram apresentadas em dezembro de 2017 e no início de 2018, ou seja, antes da adoção da presente decisão.

(342) No caso em apreço, a Comissão considera que o facto de a venda ter sido lançada pelos administradores judiciais nomeados pelo tribunal nacional competente e de a decisão sobre a transferência da maioria dos ativos da Oltchim ter ocorrido antes da adoção da presente decisão é menos conclusivo em termos de continuidade económica do que uma situação em que a decisão de venda fosse tomada pelos próprios beneficiários do auxílio, ou em que o processo de venda fosse lançado só após a adoção de uma decisão negativa relativa à recuperação, como a presente.

6.4.5. *Lógica económica da operação*

(343) O critério da lógica económica destina-se apreciar se o comprador dos ativos irá utilizá-los da mesma forma que o proprietário anterior. Não existe continuidade económica se o comprador integrar os ativos nas suas próprias atividades económicas, criando assim sinergias adicionais, em vez de os utilizar simplesmente da mesmo forma que o vendedor ([155]).

(344) A Comissão observa, com base nas informações ao seu dispor, que a Chimcomplex pretende integrar verticalmente os pacotes de ativos selecionados (pacotes n.os 1 a 5 e uma parte do pacote n.º 7) no seu próprio modelo empresarial, em particular nas suas atuais instalações de produção em Onești, na Roménia, a fim de criar um fornecedor de produtos químicos e petroquímicos com uma carteira de produtos que consiste em […]. […].

(345) Além disso, de acordo com os planos do adquirente ([156]), serão realizados mais investimentos nos novos ativos com vista à sua integração na sua própria cadeia de produção, bem como ao seu desenvolvimento, permitindo à Chimcomplex aumentar determinadas capacidades, a eficiência e a produtividade.

(346) Em particular, a Chimcomplex não utilizará, assim, os ativos que comprar da mesma forma que a empresa insolvente, a Oltchim. Pelo contrário, a Chimcomplex irá integrar os ativos adquiridos na sua própria estratégia comercial, realizando sinergias que justificam o seu interesse na compra do pacote de ativos para o qual concorreu. Além disso, a exploração de alguns dos ativos tem sido estruturalmente deficitária, pelo que poderá necessitar de mais reestruturação, investimentos e obras de otimização.

([154]) Ver, por exemplo, a Decisão (UE) 2015/1826 da Comissão, de 15 de outubro de 2014, relativa ao auxílio estatal SA.33797 (2013/C) (ex 2013/NN) (ex 2011/CP) concedido pela Eslováquia à NCHZ (JO L 269 de 15.10.2015, p. 71), considerando 159.
([155]) Ver a Decisão (UE) 2015/1826, considerando 164.
([156]) Ver as observações da Chimcomplex de 24 de novembro de 2017 e de 16 de janeiro de 2018.

(347) Os elementos supramencionados demonstram que a lógica económica da proposta da Chimcomplex não consiste numa prossecução da atividade económica da Oltchim, mas na integração de uma parte dos seus ativos e de uma parte dos trabalhadores dos seus pacotes de ativos adquiridos num grupo separado, que segue a sua própria lógica económica, estratégia industrial e objetivos.

(348) À luz do que precede, a Comissão conclui que a lógica económica da operação consiste em permitir que a Chimcomplex utilize os ativos contidos nos pacotes n.os 1 a 5 e numa parte do pacote n.º 7 em condições diferentes, e não na prossecução da estratégia da Oltchim.

(349) Por último, no que se refere aos pacotes de ativos não vendidos n.os 8 e 9 e uma parte do pacote n.º 7, representam uma minoria dos ativos da Oltchim e são compostos apenas por ativos não operacionais. Por conseguinte, mesmo no caso hipotético extremo de os restantes pacotes serem adquiridos por um único comprador (que não a Chimcomplex, que já confirmou que não está interessada em adquirir nenhum dos restantes ativos), não constituiriam a mesma atividade que a Oltchim realizava antes de o primeiro processo de venda ser concluído e é improvável que o seu potencial comprador pudesse ser considerado um prosseguidor da atividade da Oltchim.

6.4.6. *Conclusão sobre a (des)continuidade económica da Oltchim através da venda de ativos à Chimcomplex, à DSG e a outros potenciais compradores relativamente aos restantes pacotes de ativos não vendidos*

(350) Os ativos da Oltchim foram vendidos ou serão vendidos ao seu preço de mercado, conforme estabelecido no âmbito de um processo de concurso aberto, transparente, não discriminatório e incondicional, aos proponentes que apresentaram ou que apresentem a proposta mais elevada para a combinação de pacotes que maximiza as receitas da venda. A Roménia informou a Comissão de que o principal comprador aprovado, a Chimcomplex, para os pacotes de ativos n.os 1 a 5 e uma parte do n.º 7, não tem uma ligação económica ou empresarial à Oltchim. Do mesmo modo, a DSG explora atualmente o pacote de ativos n.º 6 (unidade de transformação de PVC em locação), mas não é proprietária nem tem qualquer ligação à Oltchim. De qualquer modo, a decisão sobre a venda foi tomada antes da presente decisão negativa da Comissão relativa ao procedimento formal de investigação. Por último, cada um dos novos proprietários e potenciais compradores utilizará os ativos em condições diferentes segundo modelos de negócio diferentes do da Oltchim. O âmbito das atividades do comprador será, em larga medida, diferente do das atividades da Oltchim.

(351) À luz do que precede, a Comissão conclui que não existe uma continuidade económica entre a Oltchim e a Chimcomplex e a DSG, compradoras da maioria do pacote de ativos da Oltchim, que não são, por conseguinte, responsáveis por qualquer auxílio estatal a recuperar junto dos beneficiários. De igual modo, a Comissão considera muito improvável que haja continuidade económica entre a Oltchim e qualquer um dos potenciais compradores dos restantes ativos, cuja venda será realizada através de um novo concurso, tal como descrito pela Roménia nas suas observações de 20 de abril de 2018.

7. **CONCLUSÃO**

(352) A Comissão cosidera que as Medidas 1, 2 (relativamente à CET Govora) e 3 (relativamente à AAAS, ao Serviço Nacional da Água, à Salrom e à Electrica), tomadas conjunta ou separadamente, constituem um auxílio estatal à Oltchim SA na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE.

(353) A Comissão considera que as Medidas 2 (relativamente à Salrom) e 3 (relativamente à CET Govora) não constituem um auxílio estatal à Oltchim SA na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE.

(354) A Comissão considera igualmente que a Roménia implementou ilegalmente as Medidas 1, 2 (relativamente CET Govora) e 3 (relativamente à AAAS, ao Serviço Nacional da Água, à Salrom e à Electrica) em violação do artigo 108.º, n.º 3, da TFUE.

(355) A Comissão conclui que os elementos de auxílio estatal no âmbito das Medidas 1, 2 (relativamente à CET Govora) e 3 (relativamente à AAAS, ao Serviço Nacional da Água, à Salrom e à Electrica) são incompatíveis com o mercado interno, por não estarem reunidas as condições pertinentes das Orientações E&R de 2014 nem terem sido identificados outros fundamentos de compatibilidade, pelo que têm de ser recuperados junto do beneficiário, juntamente com os juros de recuperação.

(356) Essa recuperação não se aplica à Chimcomplex e à DSG, devido à ausência de continuidade económica entre a Oltchim e os dois compradores supramencionados, a Chimcomplex e a DSG,

ADOTOU A PRESENTE DECISÃO:

Artigo 1.º

As seguintes medidas objeto da presente decisão, implementadas ilegalmente pela Roménia em violação do artigo 108.º, n.º 3, do TFUE, em conjunto e separadamente, constituem auxílios estatais:

a) A não execução e a nova acumulação de dívidas entre setembro de 2012 e janeiro de 2013;

b) O apoio às operações da Oltchim sob a forma de fornecimento contínuo não pago e de uma nova acumulação de dívidas desde setembro de 2012 pela CET Govora, sem medidas adequadas para proteger os seus créditos no montante a determinar juntamente com a Roménia durante a fase de recuperação;

c) A anulação da dívida no âmbito do Plano de Reestruturação pela AAAS, pelo Serviço Nacional da Água, pela Salrom e pela Electrica SA, num montante agregado, em conjunto com o artigo 1.º, alínea a), de 1 516 598 405 de RON.

Artigo 2.º

As medidas que se seguem, objeto da presente decisão, não constituem auxílios estatais na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE:

a) O apoio da Salrom às operações da Oltchim sob a forma de fornecimento contínuo desde setembro de 2012;

b) A anulação da dívida de 2015 no âmbito do Plano de Reestruturação pela CET Govora.

Artigo 3.º

O auxílio estatal referido no artigo 1.º, alíneas a) e c), que ascende a um total de 1 516 598 405 de RON, bem como o auxílio estatal referido no artigo 1.º, alínea b), que a Roménia concedeu ilegalmente à Oltchim, em violação do artigo 108.º, n.º 3, do TFUE, são incompatíveis com o mercado interno.

Artigo 4.º

1. A Roménia deve proceder à recuperação dos auxílios estatais referidos no artigo 1.º junto do beneficiário.

2. Os montantes a recuperar vencem juros a partir da data em que foram colocados à disposição do beneficiário e até à data da respetiva recuperação.

3. Os juros serão calculados numa base composta, em conformidade com o disposto no capítulo V do Regulamento (CE) n.º 794/2004 da Comissão ([157]).

Artigo 5.º

1. A recuperação dos auxílios referidos no artigo 1.º é imediata e efetiva.

2. A Roménia deve assegurar a aplicação da presente decisão no prazo de seis meses a contar da data da respetiva notificação.

Artigo 6.º

1. No prazo de cinco meses a contar da notificação da presente decisão, a Roménia transmite as seguintes informações à Comissão:

a) Montante total (capital e juros) a recuperar junto do beneficiário;

([157]) Regulamento (CE) n.º 794/2004 da Comissão, de 21 de abril de 2004, relativo à aplicação do Regulamento (UE) 2015/1589 do Conselho que estabelece as regras de execução do artigo 108.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (JO L 140 de 30.4.2004, p. 1).

b) Descrição pormenorizada das medidas já adotadas e previstas para dar cumprimento à presente decisão;

c) Documentos comprovativos de que o beneficiário foi intimado a reembolsar o auxílio.

2. A Roménia mantém a Comissão informada sobre o andamento das medidas nacionais adotadas para aplicar a presente decisão até estar concluída a recuperação dos auxílios referidos no artigo 1.º. A pedido da Comissão, a Roménia deve apresentar de imediato informações sobre as medidas já adotadas e previstas para dar cumprimento à presente decisão. Deve igualmente transmitir informações pormenorizadas sobre os montantes dos auxílios e dos juros já recuperados junto do beneficiário.

Artigo 7.º

1. A destinatária da presente decisão é a Roménia.

2. A Comissão pode publicar os montantes dos auxílios e dos juros recuperados em aplicação da presente decisão, sem prejuízo do artigo 30.º do Regulamento (UE) 2015/1589.

Feito em Bruxelas, em 17 de dezembro de 2018.

Pela Comissão

Margrethe VESTAGER

Membro da Comissão

ANEXO TÉCNICO

TESTE DO CREDOR NUMA ECONOMIA DE MERCADO RELATIVO À ESCOLHA ENTRE O PLANO DE REESTRUTURAÇÃO PROPOSTO E O PROCESSO DE LIQUIDAÇÃO

1. **Receitas brutas e custos associados no Plano de Reestruturação e no processo de liquidação**

(1) A Comissão analisou escrupulosamente os vários relatórios, dados e estudos disponíveis relativos à Oltchim que um credor prudente numa economia de mercado — na situação da AAAS, da Electrica, da Salrom, da CET Govora e do Serviço Nacional da Água, respetivamente — teria tido razoavelmente em conta para apreciar os méritos do Plano de Reestruturação proposto aos credores em 9 de março de 2015 e da via alternativa, ou seja, desencadear a falência da Oltchim.

(2) Com base nos dados *ex ante*, a Comissão estabeleceu um cenário de referência central que um credor numa economia de mercado consideraria o mais provável tanto para o Plano de Reestruturação como para o processo de liquidação.

(3) Depois, a Comissão analisou a solidez dos resultados obtidos nesse cenário central, apreciando as receitas obtidas pelos credores num cenário pessimista e num cenário otimista.

1.1. *Receitas brutas da liquidação e do Plano de Reestruturação*

(4) No seu relatório concluído em 30 de abril de 2013, a Winterhill realizou uma apreciação dos ativos da Oltchim num cenário *in situ* correspondente à situação em que o comprador adquiriria vários ativos da Oltchim num só pacote.

(5) O valor foi utilizado para determinar o preço de venda inicial da Oltchim SPV em 306 milhões de EUR no Plano de Reestruturação (ver decisão de início do procedimento, ponto 47) ([1]).

(6) O valor *in situ* da Oltchim SA foi calculado pela Winterhill utilizando um método de custo de substituição líquido. Esse método é um substituto aceitável do valor de liquidação de uma empresa que seria adquirida por um comprador num só pacote: conforme sublinhou a Winterhill no seu relatório de 2013, esse valor representa efetivamente tanto o custo da aquisição dos terrenos, dos equipamentos e das máquinas, da colocação em funcionamento dos edifícios conexos e do pagamento dos custos de instalação, como a depreciação provocada pelo tempo de cada um dos ativos adquiridos.

(7) Ao contrário do que estava previsto no Plano de Reestruturação, o valor *in situ* não representava o preço de mercado da venda da Oltchim SA em condições de continuidade através da Oltchim SPV: um comprador das ações da Oltchim SPV teria decididamente optado pela possibilidade de obter as receitas e os lucros previstos com o seu investimento na aquisição da Oltchim SPV como um todo (p. ex., com as obrigações decorrentes da transferência de contratos de trabalhadores da Oltchim SA), e não por um custo de substituição líquido dos ativos da Oltchim SA que não tem em conta as dívidas associadas à aquisição da SPV e tende a não ter em consideração o nível de rentabilidade da atividade que pode ser obtido através da venda dos ativos.

(8) Por conseguinte, em consonância com a abordagem adotada pela Raiffesen em 2009 (relatório consultivo da Raiffesen, p. 71), o valor empresarial da Oltchim SPV pode ser calculado através de um método de avaliação das empresas baseado em múltiplos do EBTIDA: tendo em conta a existência de previsões pormenorizadas de EBITDA na altura da votação do Plano de Reestruturação elaborado pelos administradores nomeados pelo tribunal, o método dos múltiplos do EBITDA é efetivamente uma forma adequada para calcular o valor empresarial da Oltchim SPV, que equivale ao valor das ações da Oltchim SPV considerando a ausência de dívidas financeiras.

1.1.1. **Receitas brutas e duração do processo de liquidação**

(9) A Winterhill (à qual se refere a R/BDO no seu relatório sobre a reestruturação) calculou um valor *ex situ* correspondente ao valor da liquidação da Oltchim SA no caso de os seus ativos serem vendidos individualmente, em particular aplicando rácios normalizados ao valor *ex situ* da maioria dos ativos que constituem a Oltchim SA. Por exemplo, para calcular o valor *ex situ* do equipamento e das instalações (estimado em 99,1 milhões de EUR), a Winterhill dividiu em dois a estimativa *in situ* de 198,2 milhões de EUR relativa ao equipamento e às instalações da Oltchim (que representa uma parte significativa do valor *in situ* total dos ativos da Oltchim, estimado em 297 milhões de EUR).

([1]) A R/BDO clarificou que o preço de 306 milhões de EUR das ações da Oltchim SPV referido no relatório da Winterhill de 2013 incorreto, mas foi corrigido para 294 milhões de EUR na reunião dos credores de 4 de dezembro de 2014.

(10) Isto confirma a ideia de que havia uma continuidade de possibilidades intermédias entre a liquidação dos ativos da Oltchim num só pacote ou individualmente, conforme salientou a R/BDO nas suas observações (ponto 100): «os credores podiam escolher entre a reestruturação […] e a falência»; no que diz respeito a esta última, refere dois tipos de venda possíveis: *in situ* e *ex situ*. Uma venda *ex situ* representa um cenário pessimista, em que os ativos eram comprados como um grupo funcional. Uma venda *in situ* representa um cenário otimista, em que um único comprador compraria todos os ativos num pacote. Um cenário central baseia-se no cenário médio provável, em que cerca de metade do valor dos ativos era vendida como um grupo funcional e os restantes ativos eram vendidos a pelo seu valor residual. Esta é a razão pela qual é adequado utilizar a média dos valores *in situ* e *ex situ* da Winterhill para determinar o valor de liquidação central que um operador numa economia de mercado (OEM) podia esperar ([2]); enquanto o valor *ex situ* ([3]) da Winterhill representava o resultado pessimista do processo de liquidação, o valor *in situ* ([4]) da Winterhill representava o resultado otimista do processo de liquidação.

(11) Além disso, esperava-se razoavelmente que a liquidação fosse concluída no prazo de 18 meses, com base nas observações da R/BDO no Plano de Reestruturação (p. 110).

1.1.2. **Receitas brutas do Plano de Reestruturação**

Cenário de referência

(12) No que diz respeito ao Plano de Reestruturação, o «cenário A» deste plano previa a venda da Oltchim SPV a um comprador interessado em gerir os ativos com o recomeço da unidade de oxo-álcoois e sem a necessidade de financiamento externo adicional. Esse cenário representava um ponto de vista de referência da perspetiva da potencial venda da Oltchim SPV.

(13) Neste cenário, os administradores nomeados pelo tribunal presumiram que a venda da Oltchim SPV ocorreria no prazo de 36 meses ([5]). Por conseguinte, em média, pode considerar-se que o cenário central devia concretizar-se no prazo de 18 meses.

(14) Um credor numa economia de mercado teria avaliado o preço de venda da Oltchim SPV associado a esse cenário, de acordo com o método dos múltiplos do EBITDA descrito no considerando 8, multiplicando a média das previsões do EBITDA ao longo de um período de três anos, calculada pela R/BDO ([6]) no Plano de Reestruturação, pelo múltiplo 5,0× para os produtores de produtos químicos de base aconselhado pela Raiffesen no seu relatório de 2009. Ao contrário daquilo que as autoridades romenas presumiram nas suas observações datadas de 16 de maio de 2018 (secção E, capítulo II, pontos 13-14), um OEM não tinha razão para esperar previsões de EBITDA mais elevadas do que as propostas pela R/BDO no «cenário B» do seu plano. Um OEM também não teria considerado errónea a estimativa da Raiffesen nem teria tido em conta múltiplos de EBITDA alternativos, como os propostos pelas autoridades romenas, que se baseiam parcialmente em dados *ex post*, não disponíveis na altura em que os credores realizaram a votação.

Cenário pessimista

(15) Num cenário pessimista, é possível considerar que os potenciais compradores da Oltchim SPV procurariam basear-se no desempenho financeiro histórico da Oltchim SA para determinar o preço das suas propostas. A média histórica de 10 anos do EBITDA da Oltchim SA correspondia a menos 7,4 milhões de EUR. Contudo, este mau desempenho é o mero resultado das dificuldades da Oltchim, principalmente a partir de 2012; por conseguinte, um OEM teria destacado o EBITDA previsto pela R/BDO no cenário de referência, aplicando, por exemplo, uma atualização de 50 % à média das previsões de três anos do EBITDA pela BDO no cenário de referência (ou seja, 3,4 milhões de EUR). O múltiplo 5,0× do EBITDA também era apropriado para estabelecer posteriormente o preço das ações da Oltchim SPV nesse cenário pessimista.

(16) Num cenário pessimista, fazia sentido presumir que seria necessário um período máximo de 36 meses para realizar a venda da Oltchim SPV.

(17) Tendo em vista comparar as receitas de um processo de liquidação, com uma duração de 18 meses, e as receitas de um Plano de Reestruturação num cenário pessimista, com uma duração de 36 meses, deve aplicar-se um fator de atualização com base no custo médio ponderado do capital (CMPC) ([7]) às receitas e aos custos associados à venda da Oltchim SPV, para esta diferença de 18 meses.

([2]) Cerca de 217 milhões de EUR, dos quais 171 milhões de EUR de ativos garantidos.
([3]) Cerca de 140 milhões de EUR, dos quais 108 milhões de EUR de ativos garantidos.
([4]) Cerca de 294 milhões de EUR, dos quais 234 milhões de EUR de ativos garantidos.
([5]) Ver decisão de início do procedimento, considerando 47.
([6]) 6,85 milhões de EUR.
([7]) CMPC médio de 11,58 % para a indústria química, segundo a base de dados do Prof. Aswath Damodaran, especialista em finanças corporativas e avaliação de capital na Stern School of Business (Nova Iorque), rácio AC/EBITDA, janeiro de 2015 (http://people.stern.nyu.edu/adamodar/).

Cenário otimista

(18) Um credor numa economia de mercado também teria considerado como cenário otimista o «cenário B» do Plano de Reestruturação ([8]), em que se presumia que a atividade da Oltchim seria impulsionada pelo seu comprador através do recomeço da unidade de anidrido ftálico/DOF com a utilização de fontes de financiamento externas. Pelo contrário, um OEM não teria considerado realista presumir um recomeço alargado das operações de Bradu (incluindo a unidade petroquímica e de PVC/VCM), conforme propuseram as autoridades romenas nas suas observações datadas de 16 de maio de 2018 (secção E, capítulo II, ponto 19): um OEM não tinha motivo para esperar previsões de EBITDA mais elevadas do que as propostas pela R/BDO no «cenário B» do seu plano.

(19) Foi considerado um período limitado de 18 meses (tal como no cenário de liquidação): um período mais curto teria dificultado demasiado à Oltchim a obtenção do financiamento externo necessário para desencadear o recomeço preliminar da unidade de anidrido ftálico/DOF. A consecução desta vantagem era efetivamente um pré-requisito para garantir o preço mais elevado associado ao cenário otimista «B» por um comprador da Oltchim SPV.

(20) No que diz respeito ao múltiplo do EBITDA, um cenário otimista pode ter alcançado, em média, o múltiplo 5,0× proposto pela Raiffesen, com valores mais elevados de outras fontes, como o múltiplo 8,46× indicado na base de dados especializada da Stern School of Business ([9]), para o grupo de empresas de produtos químicos diversificados a que a Oltchim pertence (ou seja, 6,73×).

2. **Custos a deduzir às receitas da venda da Oltchim SPV ou do processo de liquidação da Oltchim SA**

(21) Em ambos os processos, presumiu-se que seriam deduzidos os custos da UNPIR de 2 % das receitas, de acordo com o que a R/BDO declarou no seu relatório sobre o Plano de Reestruturação (p. 96). 4 % das taxas dos administradores também foram deduzidas das receitas com base nas observações da Roménia datadas de 16 de maio de 2018. Além disso, 12 milhões de EUR de custos de segurança (calculados segundo as observações da R/BDO numa base *pro rata* relativamente aos 18 meses da duração prevista da liquidação) — necessários para a preservação dos ativos — também foram repartidos pelos ativos garantidos e sem oneração nos termos dos artigos 121.º e 123.º da Lei da Insolvência no que se refere ao processo de liquidação.

(22) O montante da dívida corrente (pós-insolvência) calculado pela R/BDO ([10]) foi deduzido das receitas da liquidação em cada um dos três cenários.

(23) O montante médio da dívida corrente (incluindo a previsão do montante agregado da dívida relacionada com salários pós-insolvência na altura da venda da Oltchim SPV) durante os três anos do Plano de Reestruturação calculado pela R/BDO foi presumido tanto para o cenário central (cenário A) ([11]) como para o cenário otimista (cenário B). Para ter em conta as consequências de um aumento da dívida corrente caso o Plano de Reestruturação resultasse na continuação do mau desempenho financeiro da Oltchim, o montante da dívida corrente estimado pela R/BDO no cenário A no final do primeiro ano ([12]) foi considerado como o montante da dívida corrente a pagar no cenário pessimista relatiavo o Plano de Reestruturação.

(24) De igual modo, o imposto médio calculado pela R/BDO para cada ano de venda possível da Oltchim SPV durante o período de três anos para os cenários A e B foi tido em conta, respetivamente, para os cenários de referência e otimista do Plano de Reestruturação (ver quadro *infra*), em consonância com as observações da Roménia ([13]).

(25) Segundo a R/BDO, o recomeço da Oltchim em caso de liquidação que comportasse a venda de ativos *in situ* teria implicado custos de arranque no valor de 2,5 milhões de EUR; por conseguinte, esses custos foram deduzidos do preço oferecido por um potencial comprador em caso de liquidação *in situ* ([14]). 50 % desses custos foram modelados no cenário de referência, uma vez que se presume que apenas metade do valor dos ativos seja vendida como grupo funcional e continue a funcionar como unidade de produção, sendo necessário o seu recomeço, enquanto se presume que os restantes ativos sejam vendidos pelo seu valor residual.

([8]) Média de 10,9 milhões de EUR ao longo do período de três anos, calculada pela R/BDO.
([9]) Ibid. nota de rodapé 7 (Múltiplos do valor empresarial global, janeiro de 2015).
([10]) 50,34 milhões de EUR em 30 de novembro de 2014.
([11]) No caso do cenário A (cenário de referência para este teste do OEM), 66,36 milhões de EUR, e, para o cenário B (cenário otimista para este teste do OEM), 69,52 milhões de EUR (relatório da BDO sobre o Plano de Reestruturação, p. 97).
([12]) 70,43 milhões de EUR.
([13]) Secção E, capítulo II, ponto 35, das suas observações datadas de 16 de maio de 2018.
([14]) 50 % destes custos foram tidos em conta no cenário de referência, que prevê que apenas uma parte dos ativos da Oltchim seja adquirida num pacote, tendo em vista a sua exploração, e que os restantes ativos sejam vendidos individualmente.

(26) As obrigações ambientais teriam sido neutralizadas por um credor numa economia de mercado ao comparar as receitas esperadas de um processo de liquidação com as receitas do Plano de Reestruturação, conforme corrobora a fundamentação do considerando 269, no corpo da presente decisão.

(27) A demolição da unidade de eletrólise a mercúrio e a reabilitação dos terrenos (26,6 milhões de EUR), bem como a modernização das instalações, que, segundo a R/BDO, eram necessárias em caso de liquidação (24,6 milhões de EUR) e «deviam ser realizadas gradualmente para que a Oltchim se mantivesse em funcionamento», foram consideradas neutras na comparação entre o cenário de liquidação e o Plano de Reestruturação. Esta abordagem é coerente com a abordagem aplicada às obrigações ambientais (ver considerando 26) no seguinte: os custos excecionais deviam efetivamente ter sido considerados, por um lado, pelos credores da Oltchim SA no cenário de liquidação e, por outro, pelo potencial comprador ao apresentar a sua proposta para a Oltchim SPV. No ponto 10 das suas observações de 16 de maio de 2018, as autoridades romenas não negaram que os proponentes teriam considerado tais custos iguais tanto no cenário de liquidação como no Plano de Reestruturação em caso de compra das instalações tendo em vista o seu funcionamento; importa notar que esta é uma suposição que tem um efeito positivo nas receitas decorrentes do Plano em comparação com as receitas decorrentes da liquidação, uma vez que tanto no cenário pessimista como no cenário de referência para a liquidação, esses custos de modernização não teriam sido necessários na sua totalidade.

(28) Por último, o processo de liquidação implicava que a Oltchim SA suportasse os pagamentos compensatórios devidos aos trabalhadores que ainda permaneciam na empresa em março de 2015, que seriam despedidos no cenário de liquidação. Nos cenários de referência e pessimista, esses pagamentos foram estimados com base nas observações da R/BDO (24,6 milhões de EUR), ao passo que, na estimativa da Raiffesen, correspondem a 9,6 milhões de EUR no cenário otimista ([15]).

(29) No cenário de reestruturação, foram considerados 1,5 milhões de EUR em taxas relacionadas com as transferências de ativos com base no relatório da R/BDO que apoia o Plano de Reestruturação.

3. **Cálculo das receitas líquidas para cada credor no Plano de Reestruturação e no processo de liquidação**

(30) Com base nos pressupostos anteriores, as receitas agregadas brutas e líquidas no processo de liquidação e no Plano de Reestruturação são calculadas nos pontos que se seguem.

Processo de liquidação

(31) Tendo em conta as disposições da Lei da Insolvência, nomeadamente os artigos 121.º e 123.º, o seguinte fluxo de caixa foi modelado no cenário de liquidação: as receitas dos ativos garantidos (ver item A no quadro abaixo) são repartidas, a título prioritário, pelos credores garantidos, após o pagamento dos custos processuais associados (C).

(32) As receitas dos ativos sem oneração são utilizadas, em primeiro lugar, para pagar os custos processuais/de manutenção, bem como os salários.

(33) Nos três cenários, as receitas dos ativos sem oneração após a dedução dos custos processuais e dos custos associados aos trabalhadores não são suficientes para cobrir inteiramente a dívida corrente pós-insolvência, as indemnizações por despedimento ou os custos de arranque. O excedente das receitas dos ativos garantidos que decorre do cenário otimista é, por conseguinte, utilizado para cobrir os custos. O montante remanescente das receitas, se existir, é depois repartido pelos credores orçamentais, de acordo com a classificação de credores prevista no artigo 123.º da Lei da Insolvência. Nos três cenários, os credores não garantidos, posicionados abaixo dos credores salariais e orçamentais na classificação, não obtêm quaisquer receitas.

Processo de liquidação			
	Cenário pessimista Venda *ex situ* (em milhões de EUR)	Cenário central (em milhões de EUR)	Cenário otimista Venda *in situ* (em milhões de EUR)
Receitas brutas (total)	140	216,9	293,7
— *de ativos garantidos (A)*	*108*	*171,1*	*234,2*
— *de ativos sem oneração (B)*	*32*	*45,8*	*59,5*

([15]) Em 2009, a Raiffesen estimou em 58 milhões de RON os pagamentos compensatórios devidos em caso de despedimento dos trabalhadores da Oltchim no final de 2008. Isto equivale a 74,3 milhões de RON em pagamentos compensatórios devidos em caso de despedimento de trabalhadores no final de 2014, ajustando o primeiro valor i) à inflação de 4,22 % na taxa de crescimento anual composta (*compound annual growth rate*, CAGR) entre 2008 e 2014 (calculada com base nos dados de inflação anual do Eurostat), e ii) à diminuição do número de efetivos da Oltchim de 4 204 trabalhadores, no final de 2008, para 2 345, no final de 2014 (fonte: Bloomberg).

Processo de liquidação			
	Cenário pessimista Venda *ex situ* (em milhões de EUR)	Cenário central (em milhões de EUR)	Cenário otimista Venda *in situ* (em milhões de EUR)
Custos processuais (UNPIR) e custos de segurança/manutenção/administração	(15,9)	(18,4)	(20,9)
— *em ativos garantidos (C)*	*(13,2)*	*(15,9)*	*(18,5)*
— *em ativos sem oneração (D)*	*(2,7)*	*(2,5)*	*(2,4)*
Créditos de trabalhadores (*pagos antes da dívida corrente*) (E) de ativos sem oneração	(2,1)	(2,1)	(2,1)
Dívida corrente a pagar, indemnizações por despedimento, custos de arranque (F)	*(75,2)*	*(76,5)*	*(62,4)*
Rácio de cobertura da dívida corrente pelas receitas globais após a dedução de custos processuais, custos associados aos trabalhadores, reembolso da dívida garantida dos ativos garantidos, indemnizações por despedimento e custos de arranque	*29,1 %*	*44 %*	*114 %*
Receitas líquidas:			
— *de ativos garantidos (Ω = A-C)*	*94,8*	*155,2*	*215,7*
— *de ativos sem oneração (Φ = B-D-E-F)*	*(49,3)*	*(37,1)*	*(9,7)*
Pagamento a credores (que não sejam trabalhadores)			
Credores garantidos (G), *dos quais:*	94,8	155,2	195,8
— *parcela garantida da AAAS*	*1*	*1,7*	*2,1*
— *parcela garantida da Electrica*	*21,4*	*35,7*	*44,2*
— *Salrom*	*1,7*	*2,7*	*3,47*
Orçamentais, *dos quais:*	0	0	10,1 (= Ω+Φ-G)
— *AAAS*	*0*	*0*	*9,5*
— *Serviço Nacional da Água*	*0*	*0*	*0,7*
Credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência, *dos quais*	0	0	0
CET Govora	*0*	*0*	*0*
Serviço Nacional da Água	*0*	*0*	*0*
Outros credores não garantidos	0	0	0
Salrom	*0*	*0*	*0*

(34) Nas suas observações datadas de 16 de maio de 2018, as autoridades romenas não deduziram, na sua simulação, a dívida corrente das receitas da liquidação (ao contrário das receitas da venda da Oltchim SPV). Embora esta omissão pelas autoridades romenas pareça errónea, se um OEM tivesse tido em conta esse pressuposto, teria concluído que as receitas para os vários credores pré-insolvência, em caso de liquidação, teriam sido ainda mais elevadas do que as receitas indicadas no quadro acima, tal como se pode verificar a seguir:

Processo de liquidação (sem dedução prévia das dívidas correntes)			
	Cenário pessimista Venda *ex situ* *(em milhões de EUR)*	Cenário central *(em milhões de EUR)*	Cenário otimista Venda *in situ* *(em milhões de EUR)*
Receitas brutas (total)	140	216,9	293,7
— *de ativos garantidos (A)*	*108*	*171,1*	*234,2*
— *de ativos sem oneração (B)*	*32*	*45,8*	*59,5*
Custos processuais (UNPIR) e custos de segurança/manutenção/administração	(15,9)	(18,4)	(20,9)
— *em ativos garantidos (C)*	*(13,2)*	(15,9)	*(18,5)*
— *em ativos sem oneração (D)*	*(2,7)*	(2,5)	*(2,4)*
Créditos de trabalhadores (*pagos antes da dívida corrente*) (E) de ativos sem oneração	(2,1)	(2,1)	(2,1)
Indemnizações por despedimento, custos de arranque (F)	*(24,9)*	*(26,2)*	*(12,1)*
Receitas líquidas:			
— *de ativos garantidos (Ω = A-C)*	*94,8*	*155,2*	*215,7*
— *de ativos sem oneração (Φ = B-D-E-F)*	*1,1*	*13,2*	*40,6*
Pagamento a credores (que não sejam trabalhadores)			
Credores garantidos (G), *dos quais:*	94,8	155,2	195,8
— *parcela garantida da AAAS*	*1*	*1,7*	*2,1*
— *parcela garantida da Electrica*	*21,4*	*35,7*	44,2
— *Salrom*	*1,7*	*2,7*	3,47
Orçamentais, *dos quais:*	1,1	13,2	60,5 (= Ω+Φ-G)
— *AAAS*	*1,0*	*12,4*	56,6
— *Serviço Nacional da Água*	*0,1*	*0,9*	3,9
Credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência, *dos quais*	0	0	0
CET Govora	*0*	*0*	*0*
Serviço Nacional da Água	*0*	*0*	*0*
Outros credores não garantidos	0	0	0
Salrom	*0*	*0*	*0*

Plano de Reestruturação

(35) No Plano de Reestruturação, as receitas da venda da Oltchim SPV foram repartidas pela ordem que se segue: em primeiro lugar, são utilizadas para cumprir o pagamento da dívida corrente, incluindo o custo da transferência dos ativos e os custos processuais (UNPIR), bem como os impostos sobre os rendimentos, em conformidade com o artigo 102.º, n.º 1, da Lei da Insolvência.

(36) Nos cenários analisados, as receitas brutas do Plano eram inferiores ao valor mínimo previsto no Plano de Reestruturação de 295 milhões de EUR. De acordo com o Plano de Reestruturação (ver nomeadamente o relatório da BDO, p. 101), e com base nas explicações apresentadas pelas autoridades romenas em 16 de maio de 2018, o montante residual líquido potencial (líquido de custos processuais e dívidas correntes) é repartido do seguinte modo: 70 % do montante líquido destina-se aos credores garantidos, os trabalhadores recebem o pagamento de 100 % dos seus créditos, para liquidar a sua dívida pré-insolvência, o montante residual destina-se aos fornecedores essenciais até 30 % do seu crédito inicial e o montante que eventualmente sobrar destina-se ao pagamento dos credores orçamentais. **No cenário que se segue, não se encontra disponível um montante residual, uma vez que apenas os detentores de dívida corrente recuperam uma parte dos seus créditos através das receitas obtidas da venda da Oltchim SPV.**

Plano de Reestruturação — Método do Múltiplo do EBITDA			
	Cenário otimista (Cenário B) *(em milhões de EUR)*	Cenário central (Cenário A) *(em milhões de EUR)*	Cenário pessimista *(em milhões de EUR)*
Valor empresarial, *com base:*	73,5	34,3	17,2
EBITDA	*10,9*	*6,9*	*3,4*
Múltiplo do EBITDA	*6,7*	*5,0*	*5,0*
Dívida corrente (incluindo dívida pós-insolvência aos trabalhadores), custo da transferência de ativos e custos UNPIR	(72,5)	(68,5)	(72,2)
Rácio de cobertura da dívida corrente pelas receitas líquidas de custos UNPIR, taxas de transferência de ativos e impostos	102 %	48 %	22 %
Imposto sobre o rendimento obtido	(7,8)	(7,4)	(3,7) [1]
Receitas líquidas	0	0	0
Pagamento aos credores			
Trabalhadores	*0*	0	0
Credores garantidos, *dos quais*:	*0*	0	0
— *parcela garantida da AAAS*	0	*0*	*0*
— *parcela garantida da Electrica*	0	*0*	*0*
— *Salrom*	0	*0*	*0*
Orçamentais, *dos quais*:	*0*	*0*	*0*
— *AAAS*	0	0	0
— *Serviço Nacional da Água*	0	0	0
Credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência, *dos quais*	*0*	*0*	*0*
CET Govora	0	0	0
Outros credores não garantidos	*0*	*0*	*0*
Salrom	0	0	0

[1] Presume-se que corresponda a 50 % do imposto sobre o rendimento no cenário de referência, considerando que as receitas estão divididas em dois, entre o cenário de referência e o cenário pessimista.

Avaliação alternativa das receitas no Plano de Reestruturação — *Modelo de Atualização dos Dividendos*

(37) Um OEM estaria disposto a voltar a verificar se os resultados estavam corretos, recorrendo ao modelo de atualização dos dividendos (a seguir «MAD»), outra ferramenta de avaliação utilizada frequentemente por investidores privados. O preço das ações da Oltchim SPV podia ser avaliado analisando o fluxo de caixa dos dividendos do ponto de vista do investidor.

(38) O valor empresarial podia ser calculado do seguinte modo:

$$EV = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{(Profit_1 \times Dividend\ distribution\ Rate) \times (1+g)^i}{(1+WACC)^i}$$

Em que:

o **Lucro$_1$** pode ser calculado como lucro (rendimento líquido) que pode ser razoavelmente esperado depois de concluída a reestruturação das operações da Oltchim SPV.

Taxa de repartição dos dividendos é a parte dos lucros que é repartida pelos acionistas.

g é a taxa de crescimento aplicável aos operadores na indústria dos produtos químicos diversificados naquela altura;

CMPC é o custo médio ponderado do capital setorial pertinente.

(39) À semelhança da avaliação do valor empresarial baseado no múltiplo de EBITDA, um OEM teria presumido:

a) Num cenário de **referência**, pode-se presumir realisticamente que o Lucro$_1$ é igual ao lucro médio calculado pela R/BDO no seu relatório sobre o Plano de Reestruturação ao longo do período de três anos no cenário A (5,7 milhões de EUR), em que estava prevista a venda da Oltchim SPV.

b) Num cenário **pessimista**, pode-se presumir realisticamente que o Lucro$_1$ é igual à metade do lucro esperado no cenário de referência (2,85 milhões de EUR).

c) Num cenário de **otimista**, pode-se presumir realisticamente que o Lucro$_1$ é igual ao lucro médio calculado pela R/BDO no seu relatório sobre o Plano de Reestruturação ao longo do período de três anos em que estava prevista a venda da Oltchim SPV no cenário B (7 milhões de EUR).

(40) Nos três cenários, presumiu-se que a taxa de crescimento **g** é igual a 4,0 % ([16]) (em termos de valor), a taxa de repartição igual a 46,56 % ([17]) e o CMPC (ver nota de rodapé 162) igual a 11,58 %. A taxa de repartição presumida é relativamente otimista em todos os cenários, dadas as grandes necessidades de investimento da Oltchim naquela altura.

(41) A fórmula *supra* pode ser simplificada como se segue:

$$EV = \frac{(Profit_1 \times Dividend\ distribution\ Rate) \times (1+g)}{WACC - g} = 6{,}39 \times Profit_1$$

(42) Com base no MAD, um credor numa economia de mercado teria calculado as seguintes estimativas do valor empresarial da Oltchim SPV:

Plano de Reestruturação — Modelo de Atualização dos Dividendos			
	Cenário otimista (Cenário B) *(em milhões de EUR)*	Cenário central (Cenário A) *(em milhões de EUR)*	Cenário pessimista *(em milhões de EUR)*
Valor empresarial, *com base no MAD:*	44,7	36,4	18,2
Dívida corrente (incluindo dívida pós-insolvência aos trabalhadores), custo da transferência de ativos e custos UNPIR	(72,5)	(68,5)	(72,2)
Imposto sobre o rendimento obtido	(7,8)	(7,4)	(7,0)
Receitas líquidas	0	0	0
Pagamento aos credores			
Trabalhadores	*0*	0	0

([16]) CAGR segundo a base de dados do Prof. Aswath Damodaran de 5 de janeiro de 2015; o crescimento médio agregado das receitas líquidas das empresas de produtos químicos diversificados ao longo dos cinco anos anteriores foi de 21,49 %.
Fonte: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html

([17]) Ibid., pagamento médio aos acionistas de empresas de produtos químicos diversificados. Estudo de 5 de janeiro de 2015.

Plano de Reestruturação — Modelo de Atualização dos Dividendos			
	Cenário otimista (Cenário B) *(em milhões de EUR)*	Cenário central (Cenário A) *(em milhões de EUR)*	Cenário pessimista *(em milhões de EUR)*
Credores garantidos, *dos quais*:	*0*	0	0
— *parcela garantida da AAAS*	0	*0*	*0*
— *parcela garantida da Electrica*	0	*0*	*0*
— *Salrom*	0	*0*	*0*
Orçamentais, *dos quais*:	*0*	*0*	*0*
— *AAAS*	0	0	0
— *Serviço Nacional da Água*	0	0	0
Credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência, *dos quais*	*0*	*0*	*0*
CET Govora	0	0	0
Serviço Nacional da Água	0	0	0
Outros credores não garantidos	*0*	*0*	*0*
Salrom	0	0	0

(43) Esta avaliação baseada no MAD confirma que, no cenário de reestruturação, um OEM teria considerado que não havia um montante residual disponível que permitisse qualquer recuperação com a venda da Oltchim SPV, se esta se concretizasse, uma vez que apenas os detentores de dívida corrente recuperariam uma parte dos seus créditos através das receitas obtidas da venda da Oltchim SPV.

4. **Resultados do teste do OEM para cada categoria de credores e análise de sensibilidade**

Credores garantidos

(44) Em conclusão, com base nos cálculos supramencionados, os credores garantidos obtêm, nos três cenários relacionados com o processo de liquidação, recuperações positivas entre 94,8 milhões e 195,8 milhões de EUR, ao passo que, nas receitas do Plano de Reestruturação, não há um excedente disponível, já que as receitas não são suficientes para pagar a totalidade do montante da dívida corrente e os custos processuais, com base no método do múltiplo do EBITDA e no método de atualização dos dividendos. Por conseguinte, os **credores garantidos, agindo enquanto credores numa economia de mercado, teriam preferido o processo de liquidação tendo em conta o seu crédito garantido de forma isolada**.

(45) Esta conclusão é corroborada pela análise de sensibilidade apresentada a seguir: mesmo com um múltiplo do EBITDA otimista de 6,7× (ver considerando 20), seria necessário um limiar mínimo de EBITDA de cerca de 32,5 milhões de EUR (ou seja, aproximadamente três vezes o EBITDA relativo ao cenário otimista do Plano de Reestruturação), para que o valor da Oltchim SPV alcançasse um montante (219 milhões de EUR) que permitisse aos credores garantidos obter receitas mais elevadas no Plano de Reestruturação em comparação com o cenário pessimista associado ao cenário de liquidação (ou seja, receitas para os credores garantidos de 94,8 milhões de EUR).

(46) Um credor numa economia de mercado teria verificado que este limiar do EBITDA de 32,5 milhões de EUR (que assegurava receitas decorrentes do Plano mais elevadas do que as receitas da liquidação) não era realista por ser muito mais elevado do que o limiar do cenário otimista supramencionado (10,9 milhões de EUR), baseado da avaliação da atividade da Oltchim. Além disso, a estimativa das receitas decorrentes do Plano, realizada pelo administrador nomeado pelo tribunal, que ascendia a 295/306 milhões de EUR significava que um comprador estaria disposto a considerar a Oltchim capaz de alcançar um EBITDA ainda mais elevado (cerca de 44 milhões de EUR por ano de EBITDA, com base no múltiplo do EBITDA otimista de 6,7×), o que era ainda menos realista.

(47) **Por conseguinte, um credor garantido disposto a maximizar as suas receitas teria preferido desencadear o processo de liquidação.**

Credores orçamentais

(48) Em dois dos três cenários, as receitas do processo de liquidação eram insuficientes para pagar, mesmo parcialmente, qualquer crédito devido aos credores orçamentais. Todavia, os credores orçamentais recuperam 10 milhões de EUR no cenário otimista do processo de liquidação. Em contrapartida, nenhum dos três cenários do Plano de Reestruturação resulta na repartição das receitas pelos credores orçamentais, além do risco considerável de insucesso da venda da Oltchim SPV, dado o anterior fracasso da privatização, bem como do aumento das dívidas correntes pós-insolvência (ver considerando 52).

(49) Além disso, mesmo no caso de receitas muito baixas, ilustradas nos cenários pessimista e de referência no âmbito do processo de liquidação, os credores orçamentais têm prioridade em relação à dívida pré-insolvência aos fornecedores essenciais nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência, embora o Plano de Reestruturação previsse que seriam pagos depois destes últimos.

(50) **Por conseguinte, os credores orçamentais, agindo enquanto credores numa economia de mercado, teriam preferido o processo de liquidação tendo em conta o seu crédito orçamental de forma isolada.**

Credores não garantidos

(51) Os credores comerciais não garantidos, incluindo os fornecedores essenciais, não recuperam nenhum dos seus créditos registados nestas duas categorias em nenhum dos cenários no âmbito do processo de liquidação e do Plano de Reestruturação.

(52) Mesmo ao comparar cenários em que as receitas esperadas correspondiam a zero tanto na liquidação como na reestruturação, um OEM teria preferido a primeira à segunda, para escapar à nova acumulação da dívida corrente, que seria inevitável, já que não havia a certeza de que fossem geradas receitas suficientes no âmbito do Plano. Este comportamento seria coerente com a posição adotada pela DGFP Craiova na assembleia dos credores de agosto de 2016, a qual, segundo as observações da PCC, se opôs à prorrogação do período de reestruturação naquela altura, para evitar um aumento das dívidas correntes, o que prova que, apesar de a DGFP Craiova pertencer tanto à categoria de credores garantidos como à de credores orçamentais, o risco de desvio da dívida corrente durante o período de reestruturação era considerado real.

(53) Ademais, os custos administrativos e legais incorridos pelos credores para monitorizarem a sua exposição no âmbito do Plano de Reestruturação seriam mais elevados do que no processo de liquidação, cuja duração seria mais curta.

(54) **Por conseguinte, os credores não garantidos, agindo enquanto credores numa economia de mercado, teriam preferido o processo de liquidação tendo em conta o seu crédito orçamental de forma isolada, a fim de evitar uma nova acumulação da dívida corrente.**

5. **Conclusão do teste do credor numa economia de mercado**

(55) Em conclusão do teste do credor numa economia de mercado, nomeadamente com base nos considerandos 47 e 50 do presente Anexo Técnico, **se a AAAS, detentora de créditos garantidos e não garantidos, tivesse agido como um OEM, teria preferido a liquidação (tal como outro credor que detinha créditos garantidos e orçamentais, a DGFP Craiova); por conseguinte, conferiu à Oltchim uma vantagem, no âmbito da Medida 3, correspondente à remissão parcial acordada do seu crédito (211 milhões a 216 milhões de EUR).**

(56) Com base nos considerandos 47 e 54 do presente Anexo Técnico, **se a Electrica, detentora de créditos garantidos e não garantidos, tivesse agido como um OEM, teria preferido a liquidação; por conseguinte, conferiu à Oltchim uma vantagem, no âmbito da Medida 3, correspondente à remissão parcial acordada do seu crédito (110 milhões a 112 milhões de EUR).**

(57) **Com base nos considerandos** 50 e 54 do presente Anexo Técnico, **se o Serviço Nacional da Água romeno, detentor apenas de créditos orçamentais e créditos de credores não garantidos nos termos do artigo 96.º da Lei da Insolvência, tivesse agido como um OEM, teria preferido a liquidação; por conseguinte, conferiu à Oltchim uma vantagem, no âmbito da Medida 3, correspondente à remissão parcial acordada do seu crédito (2 milhões de EUR).**

(58) Além disso, as considerações acima indicam que a Salrom também devia ter preferido a liquidação, a fim de maximizar as suas receitas. O mesmo se aplica à CET Govora, estritamente com base nessas considerações.

(59) No que diz respeito à CET Govora e à Salrom, além dos seus créditos não garantidos, estavam expostas à Oltchim enquanto detentoras de uma dívida corrente pós-insolvência. Por conseguinte, poderão ter considerado a sua recuperação potencial através dos seus créditos decorrentes da dívida corrente. Os cálculos (ver quadros *supra)* mostram que os rácios de cobertura da dívida corrente eram, em média, mais elevados no cenário de liquidação (71 %) do que no Plano de Reestruturação (57 %).

(60) **No que toca à Salrom, com base nos considerandos 54 e 59 do presente Anexo Técnico, a conclusão retirada deste teste é de que, se tivesse agido como um OEM, teria preferido a liquidação; por conseguinte, conferiu à Oltchim uma vantagem económica correspondente à remissão parcial acordada do seu crédito (4 milhões de EUR).**

(61) No que se refere à CET Govora, as restrições específicas deste credor devem ser tomadas em consideração: um OEM na situação da CET Govora teria tido em conta a ausência de receitas tanto na liquidação como no Plano de Reestruturação; teria analisado o risco de aumentar a sua exposição à Oltchim SA no Plano de Reestruturação, atendendo às suas circunstâncias muito especiais, que se prendiam com a sua própria sobrevivência, devido à sua relação de grande interdependência com a Oltchim (maior do que a da Salrom). Por conseguinte, um OEM teria provavelmente preferido o Plano de Reestruturação.

(62) **À luz destas últimas considerações, a conclusão retirada do teste de OEM é de que o comportamento da CET Govora foi compatível com o princípio do credor numa economia de mercado ao votar a favor do Plano.**