KOMMISSIONENS AFGØRELSE

af 7. marts 2012

om statsstøttesag nr. SA.29041 (C 28/2009) (ex N 433/2009) Støtteforanstaltninger til fordel for Oltchim SA Râmnicu Vâlcea

(meddelt under nummer C(2012) 1369)

(Kun den rumænske udgave er autentisk)

(EØS-relevant tekst)

(2013/246/EU)

EUROPA-KOMMISSIONEN HAR -

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (i det følgende benævnt "EUF-traktaten"), særlig artikel 108, stk. 2, første afsnit ([1]),

under henvisning til aftalen om Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde, særlig artikel 62, stk. 1, litra a),

under henvisning til Kommissionens beslutning om indledning af proceduren efter EUF-traktatens artikel 108, stk. 2, med hensyn til støttesag C 28/2009 (ex N 433/2009) ([2]),

efter at have opfordret interesserede parter til at fremsætte bemærkninger i overensstemmelse med disse bestemmelser, under hensyntagen til disse bemærkninger, og

ud fra følgende betragtninger:

I. SAGSFORLØB

(1) Den 17. juli 2009 anmeldte Rumænien to støtteforanstaltninger (i det følgende benævnt "anmeldelsen") til fordel for Oltchim SA Râmnicu Vâlcea (i det følgende benævnt "Oltchim" eller "selskabet"): (i) konvertering af selskabets gæld til de offentlige myndigheder på 538 mio. RON (ca. 128 mio. EUR ([3])) til aktier og (ii) en statsgaranti til dækning af 80 % af et kommercielt lån på 424 mio. EUR. Rumænien anmeldte disse statsstøtteforanstaltninger af hensyn til den retlige sikkerhed og fremførte, at de ikke indebar statsstøtte som omhandlet i EUF-traktatens artikel 107, stk. 1.

(2) Inden denne anmeldelse, nemlig den 10. april 2008, indgav virksomheden PCC SE (i det følgende benævnt "PCC"), der har hovedsæde i den tyske by Duisburg, og som for øjeblikket ejer en minoritetsaktiepost på 18,31 % i Oltchim, en officiel klage over, at den planlagte konvertering af gælden til aktier indebar uforenelig statsstøtte.

(3) Efter registrering af klagen udvekslede Kommissionen breve og oplysninger med de rumænske myndigheder, Oltchim og klageren og holdt en række møder dels med de rumænske myndigheder og repræsentanter for Oltchim, dels med repræsentanter for klageren.

(4) Den 15. september 2009 indledte Kommissionen en officiel undersøgelsesprocedure i henhold til EUF-traktatens artikel 108, stk. 2, med hensyn til de anmeldte foranstaltninger (i det følgende benævnt "beslutningen om indledning af proceduren"). Rumænien fremsendte bemærkninger dertil den 3. november 2009.

(5) Beslutningen om indledning af proceduren blev offentliggjort i *Den Europæiske Unions Tidende* den 29. december 2009 ([4]). Ved brev af 21. december 2009 opfordrede Kommissionen otte virksomheder, der som Oltchims konkurrenter kunne være interesserede i proceduren, til at fremsætte bemærkninger som led i beslutningen om indledning af proceduren.

(6) Kommissionen modtog bemærkninger fra fem interesserede parter, nemlig fra Vestolit GmbH & Co. KG (i det følgende benævnt "Vestolit") ved brev af 26. januar 2010, fra Ineos ChlorVinyls (i det følgende benævnt "Ineos") ved brev af 26. januar 2010, fra to virksomheder, der bad om at få deres navne hemmeligholdt (i det følgende benævnt "1. og 2. anonyme part"), ved brev af 27. januar og 28. januar 2010 og fra en privatperson, Virgil Bestea, ved brev af 29. januar 2010.

([1]) Med virkning fra den 1. december 2009 er EF-traktatens artikel 87 og 88 blevet til henholdsvis artikel 107 og 108 i EUF-traktaten. De to sæt bestemmelser er indholdsmæssigt identiske. I denne afgørelse skal henvisninger til EUF-traktatens artikel 107 og 108 efter omstændighederne forstås som henvisninger til henholdsvis artikel 87 og 88 i EF-traktaten. Med EUF-traktaten er der også foretaget en række terminologiske ændringer, bl.a. er "Fællesskabet" erstattet af "Unionen" og "fællesmarkedet" af "det indre marked". I denne afgørelse benyttes EUF-traktatens terminologi.

([2]) Kommissionens beslutning C(2009) 6867 endelig af 15. december 2009 (EUT C 321 af 29.12.2009, s. 21-35).

([3]) ECB's vekselkurs pr. 17. juli 2009 var 1 EUR = 4,2 RON. I denne afgørelse er alle beløb i RON omregnet til EUR på grundlag af denne kurs undtagen i tilfælde, hvor tallene kun blev oplyst/forelå i EUR. I så fald angives beløbene kun i EUR.

([4]) Se fodnote 2.

(7) Disse bemærkninger blev videresendt til Rumænien ved brev af 2. marts 2010. Rumænien svarede på bemærkningerne fra de interesserede parter ved brev af 8. april 2010.

(8) En sjette interesseret part, Firebird Management LLC (i det følgende benævnt "Firebird") – en investeringsfond, som på daværende tidspunkt ejede 1,328 % af aktierne i Oltchim – fremsatte oplysninger og bemærkninger ved brev af 27. maj 2010 og 8. juli 2010. Firebirds bemærkninger blev videresendt til Rumænien ved brev af henholdsvis 25. juni 2010 og 27. juli 2010.

(9) Klageren, PCC, fremsatte oplysninger om denne sag ved brev af 6. maj 2010, 18. maj 2010, 19. maj 2010, 28. maj 2010, 13. juni 2010, 18. juni 2010, 22. juli 2010, 6. august 2010, 2. september 2010, 18. oktober 2010, 9. april 2011 og 14. april 2011. Ud over disse breve sendte PCC omfattende materiale om sagen, hovedsagelig i form af diverse presseartikler og andre, fortrinsvis offentlige, oplysninger.

(10) 1. og 2. anonyme part (som også fremsendte bemærkninger vedrørende beslutningen om indledning af proceduren, og som desuden bad om at få deres navne hemmeligholdt), fremsendte også supplerende oplysninger den 21. september 2010, 22. februar 2011, 28. februar 2011, 26. juli 2011 og 28. oktober 2011.

(11) Ved brev af 25. juni 2010, 2. august 2010, 9. september 2010, 22. september 2010, 20. oktober 2010 og 23. november 2011 videresendte Kommissionen de bemærkninger, der er nævnt i betragtning (9) og (10), til de rumænske myndigheder i de tilfælde, hvor bemærkningerne indeholdt nye oplysninger og argumenter og var relevante for den pågældende procedure.

(12) Rumænien svarede på de supplerende bemærkninger ved brev af 30. juli 2010, 2. september 2010, 12. oktober 2010, 26. oktober 2010, 23. november 2010 og 7. december 2011 og sendte desuden supplerende oplysninger om sagen ved brev af 29. marts 2011, 14. april 2011, 27. juli 2011, 9. september 2011 og 21. september 2011.

(13) Efter beslutningen om indledning af proceduren blev der holdt en række møder i Bruxelles mellem Kommissionens tjenestegrene og de rumænske myndigheder, nemlig den 30. juni 2010, 15. juli 2010, 19. maj 2011 og 12. september 2011. Kommissionens tjenestegrene mødtes også flere gange med repræsentanter for klageren PCC.

(14) Ved brev af 22. juni 2011 trak de rumænske myndigheder anmeldelsen af 17. juli 2009 vedrørende statsgarantien for lånet på 424 mio. EUR tilbage. Desuden meddelte de rumænske myndigheder Kommissionen, at de opretholdt deres anmeldelse af konverteringen af gælden til aktier.

(15) Den 10. august 2011 godkendte den rumænske regering et memorandum, hvorved repræsentanter for økonomi-, handels- og erhvervsministeriet (Ministerului Economiei, Comerțului și Mediului de Afaceri) samt repræsentanter for AVAS ([5]) og Oltchim fik bemyndigelse til at indgå en privatretlig aftale mellem AVAS og Oltchim, hvorved selskabet anerkendte de renter, der var påløbet selskabets offentlige gæld siden den 1. januar 2007.

(16) Ved brev af 9. september 2011 meddelte de rumænske myndigheder, at Oltchim og AVAS agtede at indgå ovennævnte privatretlige aftale, og at AVAS derefter også ville konvertere disse påløbne renter til aktier sammen med gældens hovedstol.

(17) Ved brev af 21. oktober 2011 afgav Rumæniens premierminister, Emil Boc, på den rumænske regerings vegne et fast tilsagn om fuldstændig privatisering af Oltchim, inklusive hele den aktiepost, som de offentlige myndigheder ville være i besiddelse af efter gældskonverteringen. Meddelelsen om privatiseringen skulle udsendes sidst i marts 2012, og privatiseringen skulle være afsluttet inden udgangen af maj 2012. Tilsagnet blev bekræftet af Rumæniens nye premierminister, Mihai-Răzvan Ungureanu, ved brev af 16. februar 2012.

(18) Rumænien fremsatte yderligere bemærkninger og oplysninger ved brev af 12. oktober 2011 og 23. december 2011.

(19) Det fremgår af de breve, der er nævnt i betragtning (17) og (18), at Rumænien ændrede anmeldelsen af 1. foranstaltning, således at konverteringen af gælden på 538 mio. RON til de offentlige myndigheder skulle efterfølges af en privatisering af den deraf følgende aktiepost i Oltchim, og at konverteringen skal vurderes i lyset af den efterfølgende privatisering.

II. SAGENS FAKTISKE OMSTÆNDIGHEDER

II.1. Selskabet

(20) Oltchim er en stor rumænsk producent af petrokemiske produkter, såsom PVC, kaustisk soda, chlor, DEHP og polyetherpoyoler. Selskabets vigtigste produkt er PVC (som for øjeblikket udgør ca. 37,5 % af den samlede produktion) med en andel på 2,1 % af EU-markedet i 2008 ([6]). Oltchim er en af Rumæniens og Sydeuropas største petrokemiske virksomheder og fremstiller 78 sortimenter af 40 basiskemikalier. Virksomheden eksporterer ca. 80 % af sin produktion til såvel europæiske lande som tredjelande.

([5]) "Agenția română de privatizare" (det rumænske privatiseringsagentur). Se fodnote 10.
([6]) Tal fra Oltchim.

(21) Oltchim er den største industriarbejdsgiver i Vâlcea, der er en rumænsk region, som er støtteberettiget i henhold til EUF-traktatens artikel 107, stk. 3, litra a). Den 15. oktober 2011 havde virksomheden 3 470 beskæftigede ([7]). På grund af den vanskelige finansielle situation, som virksomheden befinder sig i for øjeblikket, afskedigede den midlertidigt 1 000 ansatte i december 2011 og yderligere 993 ansatte i januar 2012 ([8]).

(22) Virksomheden blev oprettet i 1966, omstruktureret i 1990 og noteret på fondsbørsen i Bukarest i 1997. Den rumænske stat (for øjeblikket via økonomiministeriet) har en aktiemajoritet på 54,8 % i virksomheden. Den største minoritetsaktionær med en aktiepost på 18,31 % er PCC, der er klageren i forbindelse med denne procedure, og som også ejer selskabet Rokita SA, der er en polsk konkurrent til Oltchim. Virksomhedens øvrige aktier ejes af Nachbar Services Ltd. (14,02 %), en række fysiske personer (11,04 %) og andre juridiske personer (1,81 %).

II.2. **Begivenheder før Rumæniens tiltrædelse af EU**

II.2.1 *Årsagen til selskabets offentlige gæld*

(23) I perioden 1992-2008 investerede Oltchim i alt ca. 371 mio. EUR i modernisering af sin produktionslinje (hvoraf 118,8 mio. EUR blev investeret i perioden 2007-2008). I forbindelse med nogle af disse investeringer optog Oltchim 12 kommercielle lån på i alt ca. 171 mio. DEM og 60 mio. USD i perioden 1995-2000. Lånene blev sikret ved statsgarantier, som blev ydet af finansministeriet.

(24) Da Oltchim ikke kunne tilbagebetale sine lån, begyndte bankerne i november 1999 at kræve statsgarantierne indfriet.

(25) Mellem 1999 og 2002 foretog finansministeriet udbetalinger i henhold til statsgarantierne. I forbindelse med de beløb, der blev udbetalt i henhold til statsgarantierne mellem 1999 og 2002, opkrævede finansministeriet betydelige renter og morarenter, som varierede mellem 0,15 % og 0,3 % pr. dag, dvs. mellem 54 % og 110 % om året ([9]).

(26) Den gæld, som Oltchim havde akkumuleret til finansministeriet som følge af garantierne, plus renter og morarenter i forbindelse hermed, androg 303 mio. RON (ca. 72 mio. EUR) indtil juni 2002. På det tidspunkt blev det nævnte beløb overdraget fra finansministeriet til det rumænske agentur, der har til opgave at inddrive offentlig gæld, AVAS ([10]), og blev konsolideret i USD med det formål at opretholde gældens værdi i den hyperinflationære situation. Gælden havde således en værdi på 91 mio. USD.

(27) I henhold til rumænsk lovgivning (OUG 51/1998) havde AVAS ikke nogen specifik bemyndigelse til at opkræve renter og morarenter i forbindelse med selskabets offentlige gæld, som det skulle inddrive hos debitorerne.

II.2.2 *Konvertering af gælden i 2003*

(28) Første forsøg på at privatisere selskabet fandt sted i 2001, hvor AVAS indgik en købs-/salgskontrakt med Exall Resources om statens aktiepost. Kontrakten blev ophævet, fordi køberen ikke var i stand til at opfylde sine betalingsforpligtelser eller til at sikre teknologiske/miljøforbedrende investeringer i selskabet.

(29) Andet forsøg på at privatisere Oltchim fandt sted i oktober 2003, hvor det rumænske privatiseringagentur APAPS udsendte en meddelelse om salg af statens kapitalandele. For at gøre virksomheden mere attraktiv for de potentielle investorer blev det meddelt, at selskabets offentlige gæld ville blive konverteret til aktier.

(30) Da en potentiel investor (Rompetrol) og minoritetsaktionærerne anlagde sag ved de rumænske domstole mod gældskonverteringen i 2003, blev privatiserinstilbuddet dog annulleret i begyndelsen af november 2003. Alligevel blev gælden på 95 mio. USD til AVAS (dvs. de 91 mio. USD plus finansministeriets yderligere udbetalinger i henhold til garantierne, som var blevet overdraget til AVAS i juni 2002), svarende til 322 mio. RON, i november 2003 konverteret til aktier ved en beslutning, som Oltchims aktionærer traf på generalforsamlingen (hvor statens repræsentanter havde stemmeflertal). Statens aktiepost i Oltchim steg således fra 53,26 % til 95,73 %.

(31) I november 2005 annullerede en handelsret i Vâlcea den beslutning, der var truffet på Oltchims generalforsamling med hensyn til gældskonverteringen med den begrundelse, at beslutningen var blevet vedtaget, uden at minoritetsaktionærerne også havde fået mulighed for at deltage i kapitalforhøjelsen.

([7]) Virksomhedens profil kan findes på følgende websted (Fondsbørsen i Bukarest): http://investing.businessweek.com/research/stocks/snapshot/snapshot.asp?ticker=OLT:RO

([8]) Oplysningerne findes på Oltchims websted: www.oltchim.ro.

([9]) Under hensyn til, at den daværende rumænske valuta, ROL, var udsat for hyperinflation.

([10]) Fordringen blev på det pågældende tidspunkt overdraget til det rumænske agentur "AVAB" (Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Bancare – myndighed, der skulle inddrive banktilgodehavender), som i maj 2004 blev lagt sammen med privatiseringsagenturet APAPS (Autoritatea pentru Privatizare şi Administrarea Participaţiilor Statului) og omdøbt til AVAS (Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului). For nemheds skyld vil AVAS og AVAB i denne afgørelse blive omtalt som AVAS.

(32) I juni 2006 udstedte den rumænske regering en hastebekendtgørelse ([11]), hvorved den gav statens repræsentanter, der deltog i Oltchim-aktionærernes generalforsamling, bemyndigelse til at stemme for, at den domstolsafgørelse, der annullerede den første gældskonvertering, ikke skulle appelleres, og til at træffe de nødvendige foranstaltninger til annullation af alle senere beslutninger. Domstolsafgørelsen om annullation af gældskonverteringen blev endelig i august 2006. Den faktiske nedsættelse af selskabskapitalen fandt sted i november 2007. Den gæld, der opstod ved annulleringen af gældskonverteringen, blev på ny bogført til dens tidligere værdi på 95 mio. USD, hvilket senere svarede til 317 mio. RON.

II.2.3 *Den senere akkumulerede gæld*

(33) Efter den første overdragelse af gælden til AVAS i juni 2002 fortsatte finansministeriet i perioden juni 2002 - december 2006 med at foretage udbetalinger i henhold til de statsgarantier, der var blevet aktiveret i november 1999. I perioden 2003-2006, mens gældskonverteringen i 2003 endnu var gyldig, androg de samlede supplerende udbetalinger, som finansministeriet foretog i henhold til garantierne, 191 mio. RON. I henhold til den kontrakt, som finansministeriet og AVAS indgik i juni 2002 om overdragelsen af selskabets offentlige gæld, overdrog finansministeriet ligeledes alle disse fordringer til AVAS i flere på hinanden følgende trancher efter de faktiske udbetalinger i henhold til garantierne. AVAS konsoliderede også disse fordringer i USD, som i 2006 androg i alt 60 mio. USD.

(34) Ved Rumæniens tiltrædelse af Den Europæiske Union den 1. januar 2007 androg Oltchims samlede gæld til AVAS således 60 mio. USD ([12]).

II.3. **Begivenheder efter Rumæniens tiltrædelse af EU**

II.3.1 *Gældsudviklingen*

(35) Siden 1. januar 2007 har Oltchim foretaget alle betalinger vedrørende eksterne lån. Finansministeriet har ikke længere foretaget supplerende udbetalinger i henhold til statsgarantierne.

(36) I november 2007 blev det beløb, der svarer til den annullerede gældskonvertering på 95 mio. USD, bogført hos Oltchim og lagt til de 60 mio. USD, der var forbundet med de yderligere betalinger, hvilket bragte virksomhedens samlede gæld til det offentlige op på 155 mio. USD (508 mio. RON). Denne gæld på 155 mio. USD figurerer i Oltchims regnskaber i RON (dvs. 508 mio. RON). Denne USD-denominerede gæld har siden figureret i Oltchims regnskaber i RON, og beløbet er forblevet uændret i rumænsk valuta, fordi selskabet ved hver ny regnskabsperiode har bogført den tidligere værdi i RON ([13]), som altid har været større end den gældende værdi på det pågældende tidspunkt, idet RON er blevet revalueret i forhold til USD i tidens løb.

(37) Som en undtagelse fra den generelle regel, der er fastsat i OUG 51/1998 [jf. betragtning (27) ovenfor], opkrævede AVAS i 2007 i henhold til artikel 2, stk. 2, i regeringens hastebekendtgørelse nr. 45/2006 (i det følgende benævnt "OUG 45/2006") renter på 29,9 mio. RON for perioden 2003-2006 - til den etårige LIBOR ([14]) for indskud i USD - på de fordringer på Oltchim, som det havde fået overdraget af finansministeriet, og som havde været omfattet af gældskonverteringen i 2003.

(38) Fra november 2007 androg Oltchims samlede gæld til AVAS derfor 155 mio. USD (508 mio. RON) plus 29 mio. RON, dvs. i alt 538 mio. RON. I det følgende vil gælden blive udtrykt i RON, fordi den anmeldte gældskonvertering også er udtrykt i RON.

II.3.2 *Anden gældskonvertering*

(39) I januar 2007 vedtog det rumænske parlament OUG 45/2006 ved lov nr. 30/2007, som bemyndiger AVAS til at annullere første gældskonvertering og iværksætte anden konvertering, denne gang med overholdelse af minoritetsaktionærernes præferencerettigheder.

(40) Alligevel modsatte den nye, største minoritetsaktionær PCC sig andet forsøg på konvertering af gælden til aktier og nægtede at deltage.

(41) PCC erhvervede en aktiepost på 1,2 % i Oltchim for 7,5 mio. EUR i maj 2007, dvs. efter det tidspunkt, hvor den domstolsafgørelse, som annullerede første gældskonvertering, blev definitiv, fordi den ikke var blevet appelleret af Oltchim og de rumænske myndigheder. Da gældskonverteringen blev annulleret i selskabets regnskaber, blev PCC's andel på 1,2 % til en andel på 12 % ([15]).

([11]) OUG (Ordonanța de urgență a Guvernului) nr. 45/2006.

([12]) Som anført i betragtning 32 blev det beløb på 95 mio. USD, der skyldes annulleringen af gældskonverteringen, først bogført hos Oltchim i løbet af 2007.

([13]) RON afløste ROL den 1. juli 2005 - 1 RON svarer til 10 000 ROL.

([14]) London interbankrente ("London Inter Bank Offered Rate").

([15]) I maj 2011 erhvervede PCC på fondsbørsen en yderligere aktiepost på 3,6 % for 2,6 mio. EUR. I juni 2011 indgik PCC SE en aftale med *UK investment fund Carlson Ventures Ltd.*, som ligeledes havde erhvervet aktier i Oltchim på fondsbørsen. PCC og *Carlson Ventures* ejer for øjeblikket tilsammen en andel på 32 % af aktierne i Oltchim.

(42) I april 2008 indgav PCC en klage til Kommissionen over den pågældende konvertering, som angiveligt indebar uforenelig statsstøtte [se betragtning 2 ovenfor].

(43) De rumænske myndigheder besluttede at indhente Kommissionens godkendelse i henhold til statsstøttereglerne for at sikre sig, at EUF-traktatens artikel 108, stk. 3, var overholdt, inden de iværksatte anden gældskonvertering, og anmeldte derfor foranstaltningen.

II.4. **Oltchims nuværende situation**

(44) De rumænske myndigheder fremfører, at de, efter at gældskonverteringen i 2003 var blevet annulleret i 2006, på ny forsøgte at privatisere selskabet inklusive gælden i både 2006 og 2008. Ifølge de rumænske myndigheder var der ingen investorer, der var interesserede i at købe virksomheden på sådanne betingelser.

(45) Desuden stod virksomheden ifølge de rumænske myndigheder over for følgende problemer i 2008: (i) hovedleverandøren Arpechims indstilling af leverancerne af de vigtigste råmaterialer, (ii) den negative nettoværdi af selskabets aktiver som følge af den betydelige gæld, der på ny blev bogført i selskabets regnskaber, efter at gældskonverteringen i 2003 var blevet annulleret i november 2007, (iii) selskabets underkapitalisering, som ligeledes skyldtes annulleringen af gældskonverteringen og endelig (iv) virkningerne af den internationale finansielle og økonomiske krise.

(46) I regnskabsåret 2008 registrerede Oltchim et driftstab på 71 mio. RON (17 mio. EUR), et nettotab på 226 mio. RON (54 mio. EUR), men de samlede tab androg 1,367 mia. RON (325 mio. EUR). Efter at hovedleverandøren af ethylen, Arpechim, lukkede i november 2008, fungerede selskabet med 45 % af sin kapacitet, og ca. en tredjedel af personalet blev midlertidigt afskediget.

(47) Sidst i 2008 blev de aktier i Oltchim, som AVAS ejede på daværende tidspunkt, overdraget til økonomiministeriets portefølje.

(48) I december 2009 erhvervede Oltchim sin tidligere leverandør Arpechims aktiver (ethylenanlægget) for [0]-[10] EUR (*) og overtog dens lagerbeholdning og inventar for [10]-[20] mio. EUR. Ifølge de rumænske myndigheder blev købet finansieret ved forskud fra kunderne. Arpechim genoptog driften i maj 2011.

(49) Den 31. december 2009 viste Oltchims regnskaber for 2009 driftstab på 26 mio. EUR (109 mio. RON), et nettotab på 52,4 mio. EUR (220 mio. RON), samlede tab på 377 mio. EUR (1,584 mia. RON) og en negativ egenkapital på 112 mio. EUR (469 mio. RON).

(50) Den 31. december 2010 viste Oltchims regnskaber et driftsoverksud på 56 mio. EUR, et nettooverskud på 32 mio. EUR (220 mio. RON) og samlede tab på 383 mio. EUR. Det positive driftsresultat og nettoresultatet skyldes, at Arpechims aktiver, der blev overtaget for [0]-[10] EUR, blev opskrevet til [80]-[100] mio. EUR, og at forskellen blev opført i regnskaberne som "kapitalgevinst ved køb på fordelagtige vilkår".

(51) Den 30. juni 2011 viste Oltchims halvårsregnskab [16] et driftstab på 7,4 mio. EUR og et nettotab på 17,4 mio. EUR, samlede tab på 401 mio. EUR og en negativ egenkapital på 358 mio. EUR (uden at gælden til AVAS medregnes).

III. **BESLUTNING OM INDLEDNING AF PROCEDUREN**

(52) Den 15. september 2009 indledte Kommissionen den officielle undersøgelsesprocedure med hensyn til de to støtteforanstaltninger til fordel for Oltchim, som Rumænien havde anmeldt i juli 2009:

— 1. foranstaltning: en gældskonvertering på i alt 538 RON (ca. 128 mio. EUR) og

— 2. foranstaltning: en "aktionærgaranti" til dækning af 80 % af en kommercielt lån på 424 mio. EUR til fortsatte moderniseringsinvesteringer (Rumænien trak anmeldelsen af 2. foranstaltning tilbage ved brev af 22. juni 2011).

(53) Kommissionen rejste spørgsmålet om, hvorvidt de anmeldte foranstaltninger gav selskabet en urimelig fordel i modsætning til, hvad Rumænien havde fremført, og udgør statsstøtte som omhandlet i EUF-traktatens artikel 107, stk. 1.

(54) I beslutningen om indledning af proceduren blev det desuden fastslået, at det forhold, at staten fra 1. januar 2007 ikke har opkrævet renter og/eller morarenter i forbindelse med den resterende gæld til det offentlige ("3. foranstaltning"), skulle betragtes som supplerende statsstøtte.

(55) Endelig betvivlede Kommissionen, at foranstaltningerne kunne betragtes som forenelige med EUF-traktatens statsstøtteregler, hvis det blev fastslået, at de indebærer statsstøtte.

(*) Forretningshemmelighed.

[16] Tallene for det mellemliggende regnskab pr. 30. juni 2011 er angivet i EUR.

IV. RUMÆNIENS BEMÆRKNINGER TIL BESLUTNINGEN OM INDLEDNING AF PROCEDUREN

(56) De rumænske myndigheder hævdede i deres bemærkninger til beslutningen om indledning af proceduren, at ingen af de tre foranstaltninger udgør statsstøtte som omhandlet i EUF-traktatens artikel 107, stk. 1, fordi den rumænske stat har handlet som en markedsøkonomisk investor.

(57) Rumænien understregede især, at de anmeldte foranstaltninger (konvertering af gælden og aktionærgarantien) ville sikre Oltchims rentabilitet, fordi de ville løse problemerne med underkapitalisering og skaffe de nødvendige midler til gennemførelsen af virksomhedens vækststrategi. Desuden understregede Rumænien, at Kommissionen skal være opmærksom på, at staten spiller en dobbeltrolle, nemlig som Oltchims aktionær og kreditor.

(58) Endelig hævdede Rumænien, at 3. foranstaltning ikke udgør statsstøtte, fordi det forhold, at staten ikke inddrev den tidligere gæld, var nært forbundet med den planlagte gældskonvertering, og at de rumænske myndigheder i forbindelse med denne gæld konsekvent havde handlet på samme måde, som en markedsøkonomisk investor ville have handlet i en lignende situation.

V. BEMÆRKNINGER FRA INTERESSEREDE PARTER

(59) Virksomheden Vestolit gav i sine bemærkninger til beslutningen om indledning af proceduren, som den fremsendte den 26. januar 2010, udtryk for betænkeligheder ved den statsstøttepakke, som Rumænien havde anmeldt i juli 2009. Vestolit betragter sig som konkurrent til Oltchim, idet begge virksomheder beskæftiger sig med produktion af PVC. Ifølge Vestolit ville ingen privat investor have støttet en investeringsprogram, som udelukkende tog sigte på køb og modernisering af Arpechims gamle ethylenanlæg.

(60) Ved brev af 21. januar 2010 fremførte virksomheden Ineos, at det på grundlag af oplysningerne i beslutningen om indledning af proceduren ser ud til, at Oltchim er en kriseramt virksomhed, og at det derfor er usandsynligt, at en privat investor ville have truffet de foranstaltninger, som den rumænske stat har truffet til fordel for den. Ineos gjorde ligeledes opmærksom på, at det europæiske marked for PVC er præget af en betydelig overkapacitet, og at potentiel støtte til en af markedsdeltagerne derfor vil kunne medføre betydelige fordrejninger.

(61) Firebird's bemærkninger af 28. maj 2010 svarer indholdsmæssigt til de bemærkninger, der er fremsat af ovennævnte interesserede parter.

(62) Ved brev af 28. januar 2010 fremsatte en af Oltchims øvrige konkurrenter, 1. anonyme part, ligeledes bemærkninger svarende til Vestolits og Ineos' ovennævnte bemærkninger. Den understreger også, at driftsstøtten ikke kan betragtes som forenelig med EUF-traktaten, og at der tilsyneladende ikke er nogen anden begrundelse for forenelighed i Oltchims tilfælde.

(63) Ved brev af 27. januar 2010 fremførte 2. anonyme part, at alle de støtteforanstaltninger, der er fastsat i beslutningen om indledning af proceduren, udgør uforenelig støtte. 2. anonyme part fremførte også:

a) at de statsgarantier, der blev ydet Oltchim i perioden 1995-2000, fortsat var gældende efter Rumæniens tiltrædelse af EU, nemlig indtil den 31. oktober 2009 og derfor skal behandles som ny støtte efter tiltrædelsesdatoen

b) at de vanskeligheder, som Oltchim stødte på, efter at statsgarantierne blev aktiveret i november 1999, skyldes selskabets strukturelle problemer (ineffektiv forvaltning, vedtagelse af en forkert forretningsstrategi og det forhold, at der ikke var gennemført en reel og effektiv omstrukturering)

c) at overtagelsen af selskabet Arpechim er i strid med Oltchims kommercielle interesser og ikke vil være rentabel i fremtiden

d) at finansministeriets yderligere udbetalinger i henhold til de aktiverede statsgarantier i perioden juni 2002 – december 2006 viser, at Oltchim var kriseramt i hele denne periode

e) at Rumænien i virkeligheden kun forsøgte at privatisere selskabet én gang, nemlig i 2001, og at de efterfølgende "mislykkede" forsøg på privatisering i 2003 og 2006 var kun en strategi, som tog sigte på at undgå tvangsinddrivelse af selskabets offentlige gæld

f) at den forretningsplan, der ligger til grund for støttepakken, som den blev anmeldt i juli 2009, ikke var troværdig, især hvad angår følsomhedsanalysen og det forventede investeringsafkast

g) at staten må have registreret et betydeligt tab ved at støtte et investeringsprogram af et sådant omfang, da de forventede indtægter ved privatiseringen af Oltchim ikke har kunnet dække omkostningerne ved støtteforanstaltningerne

h) at Rumænien ud fra det synspunkt, at de anmeldte foranstaltninger udgør statsstøtte, skulle have foreslået en omstruktureringsplan for Oltchim, som gør det muligt at vurdere støttens forenelighed på baggrund af rammebestemmelserne for redning og omstrukturering af kriseramte virksomheder ([17]).

([17]) Rammebestemmelser for statsstøtte til redning og omstrukturering af kriseramte virksomheder (EUT C 244 af 1.10.2004, s. 2).

(64) Senere i proceduren henledte PCC Kommissionens opmærksomhed på, at det rumænske agentur for miljøbeskyttelse i juni 2010 pålagde Oltchim en bøde på 14,34 mio. EUR for forsinket returnering af CO_2-certifikater for 2009 ([18]). At bøden eventuelt ikke er inddrevet udgør efter PCC's opfattelse yderligere statsstøtte til virksomheden. Ved brev af 8. juli 2010 rejser Firebird ligeledes spørgsmålet om miljøbøden.

(65) I oktober 2010 og oktober 2011 underrettede PCC også Kommissionen om, at det statsejede elforsyningsselskab SC Electrica SA (i det følgende benævnt "Electrica") og andre offentlige kreditorer (Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea, som leverer salt- og kalkopløsninger, og SC CET Govora SA, der leverer damp til industriformål) er i besiddelse af betydelige omlagte fordringer på Oltchim.

VI. RUMÆNIENS KOMMENTARER TIL DE INTERESSEREDE PARTERS BEMÆRKNINGER

(66) Rumænien henviser i sit svar af 8. april 2010 på de interesserede parters bemærkninger i vid udstrækning til sin anmeldelse og sine tidligere bemærkninger til beslutningen om indledning af proceduren.

(67) I modsætning til, hvad de interesserede parter havde fremført, understregede Rumænien især, at overtagelsen og moderniseringen af Arpechims petrokemiske aktiver omfatter alle de nødvendige omstruktureringer, som i øvrigt er væsentlige for virksomhedens langsigtede levedygtighed, og at driften af Oltchim-Arpechims integrerede petrokemiske platform kan blive rentabel.

(68) Desuden gentager Rumænien sine argumenter om, at foranstaltningerne til fordel for Oltchim med det formål at inddrive fordringen ikke har givet Oltchim nogen fordele. Endelig understreger Rumænien også, at det er hensigten at privatisere Oltchim.

VII. TILBAGETRÆKNING AF ANMELDELSEN AF STATSGARANTIEN (2. FORANSTALTNING)

(69) I henhold til artikel 8 i Rådets forordning (EF) nr. 659/1999 af 22. marts 1999 om fatslæggelse af regler for anvendelsen af EF-traktatens artikel 93 ([19]) kan en medlemsstat efter indledningen af den officielle procedure trække anmeldelsen tilbage i god tid, inden Kommissionen vedtager en beslutning om, hvorvidt den anmeldte foranstaltning skal betragtes som statsstøtte. I så fald indstiller Kommissionen den pågældende procedure med en beslutning om, at den ikke længere er relevant.

(70) De rumænske myndigheder har trukket anmeldelsen af statsgarantien tilbage (statsgarantien dækkede 80 % af et lån på 424 mio. EUR). Kommissionens undersøgelsesprocedure med hensyn til 2. foranstaltning er derfor ikke længere relevant.

VIII. RUMÆNIENS STILLING EFTER TILBAGETRÆKNINGEN AF 2. FORANSTALTNING

VIII.1. Ændring af 1. foranstaltning – Rumæniens privatiseringsplaner

(71) I februar 2011 blev der anmodet om et forebyggende program for finansiel bistand fra EU/Den Internatonale Valutafond (i det følgende benævnt "IMF") for at sætte gang i den økonomiske vækst i Rumænien, idet der blev lagt særlig vægt på strukturreformer, forbedring af den finanspolitiske bæredygtighed og konsolidering af den finansielle stabilitet. I maj 2011 vedtog Rådet en afgørelse ([20]) om forebyggende mellemfristet finansiel bistand på op til 1,4 mia. EUR til Rumænien. I marts 2011 godkendte IMF en ny forebyggende stand-by-aftale ([21]) for Rumænien. I henhold til denne aftale yder IMF Rumænien finansiel bistand på 3 090,6 mia. SDR (3,5 mia. EUR) for de kommende to år. Finansieringen er betinget af, at Rumænien opfylder en række målsætninger for nedbringelsen af budgetunderskuddet, som var nævnt i de rumænske myndigheders hensigtserklæring og gengivet i et teknisk aftalememorandum (i det følgende benævnt "TA"). TA-målsætningerne omfatter bl.a. reduktion af de offentlige virksomheders betalingsrestancer og tab. I hensigtserklæringen og i TA af 2. december 2011 ([22]) gav Rumænien tilsagn om at udbyde privatiseringen af Oltchim inden udgangen af april 2012.

(72) Dette tilsagn var en opfølgning af flere offentlige erklæringer fra de rumænske myndigheder i 2011 om den rumænske regerings planer om at privatisere Oltchim.

(73) Rumænien gav også Kommissionen tilsagn om at privatisere Oltchim. Ved brev af 21. oktober 2011 til næstformand Joaquin Almunia meddelte den rumænske premierminister Emil Boc således, at Rumænien forpligtede sig til helt at privatisere Oltchim (inklusive den aktiepost, som er omfattet af gældskonverteringen) inden maj 2012. Efter udnævnelsen af en ny regering i Rumænien den 9. februar 2012, bekræftede den nye premierminister, Mihai-Răzvan Ungureanu, dette tilsagn ved brev af 16. februar 2012.

([18]) I overensstemmelse med regeringens afgørelse nr. 780/2006 om gennemførelse af Rådets direktiv 2003/87 skal virksomhederne returnere CO_2-certifikaterne for det foregående år inden den 30. april. Hvis certifikaterne ikke returneres i tide, kan det medføre bøder.

([19]) EFT L 83 af 27.3.1999, s. 1.

([20]) Rådets afgørelse 2011/288/UE (EUT L 132 af 19.5.2011, s. 15).

([21]) Se http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24767.0.

([22]) Findes på http://www.imf.org/external/np/loi/2011/rou/060911.pdf.

(74) I betragtning af de finanspolitiske stramninger vil Rumænien ikke længere være ejer af Oltchim og finansiere de nødvendige investeringer gennem en statsgaranti, men ønsker i stedet at sælge sine aktier i Oltchim.

VIII.2. **Udviklingen med hensyn til 3. foranstaltning – renteaftale**

(75) Ved brev af 9. september 2011 meddelte de rumænske myndigheder Kommissionen, at de fra 1. januar 2007 ville opkræve renter af AVAS' fordring på 538 mio. RON. Rumænien meddelte desuden, at dette ville ske i henhold til en gældsaftale mellem AVAS og Oltchim, hvorved selskabet accepterer de skyldige renter. Ved samme brev præciserede de rumænske myndigheder, at de således påløbne renter også skulle konverteres til aktier sammen med hovedstolen af selskabets offetlige gæld, således som de havde anmeldt i forbindelse med 1. foranstaltning.

(76) Ved brev af 23. december 2011 fremsendte de rumænske myndigheder en kopi af den privatretlige aftale, der var indgået den 22. december 2011 mellem AVAS og Oltchim, og hvorved selskabet anerkendte de renter af selskabets offentlige gæld, der var påløbet i perioden 1. januar 2007 - 31. december 2011, og som beløb sig til i alt 511 mio. RON. De rumænske myndigheder forklarede, at renterne var blevet beregnet som renters rente, idet der som implicit rente for den pågældende periode blev anvendt den største af de rentesatser, som forretningsbankerne rent faktisk har opkrævet for lån til virksomheden siden 1. januar 2007, og Kommissionens reference- og kalkulationsrentesatser. Denne fremgangsmåde medførte følgende rentesatser og rentebeløb i forbindelse med gælden til AVAS:

Tabel 1

Oversigt over de renter, som AVAS opkrævede i perioden 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Den gældende rentesats	1.1-30.6 -> 11,17 % 1.7-31.12 -> 10,24 %	14,86 %	18,85 %	14,00 %	13,22 %
Rentebeløb (afrundet til mio. RON)	58	87	129	114	123

Renter af gælden til AVAS siden 2007: i alt 511 mio. RON

(77) Ved samme brev meddelte de rumænske myndigheder også, at der ville blive gjort forberedelser til konvertering af gælden på 538 mio. RON til AVAS plus de påløbne renter, for at den foreslåede tidsplan for privatiseringen kunne overholdes.

VIII.3. **Rumæniens argumenter med hensyn til privatiseringsplanerne**

(78) Som nævnt ovenfor trak de rumænske myndigheder 2. foranstaltning tilbage (se afsnit VII ovenfor). Efter at anmeldelsen af statsgarantien var trukket tilbage, fremførte de rumænske myndigheder, at den foreliggende 1. foranstaltning, dvs. konvertering af gælden på 538 mio. RON til AVAS til aktier, samt yderligere 511 mio. RON i renter af gælden til AVAS for perioden 1. januar 2007 – 31. december 2011, ikke udgør statsstøtte som omhandlet i EUF-traktatens artikel 107, stk. 1. Rumænien hævder, at denne foranstaltning er i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip og derfor ikke giver Oltchim nogen fordel. De rumænske myndigheder fremfører især, at AVAS i sin egenskab af kreditor opnår større fordel ved, at hele gælden konverteres til aktier, og at hele dens aktiepost i selskabet sælges umiddelbart efter, end ved tvangsinddrivelse af gælden, idet markedsværdien af AVAS' aktiepost i selskabet efter gældskonverteringen er højere end det beløb, som AVAS kunne opnå ved likvidation af selskabet.

(79) Rumænien fremlagde en konsulentrapport, der var udarbejdet af Raiffeisen Capital & Investment SA (i det følgende benævnt "konsulentrapporten"), som belæg for, at statens bedste strategi for maksimering af sin fortjeneste er en konvertering af gælden til aktier efterfulgt umiddelbart af salg af de samlede aktieposter.

(80) Konsulentrapporten gennemgår værdien af AVAS' fordring i tilfælde af likvidation og i tilfælde af gældskonvertering efterfulgt af privatisering.

(81) Likvidationsscenariet vurderes på grundlag af to likvidationsrapporter (en tidligere likvidationsrapport fra februar 2011, som er udarbejdet af Raiffeisen, og en likvidationsrapport fra marts 2011, som er udarbejdet af det uafhængige konsultentfirma Romcontrol SA Bucureşti). Statens indtægter ved en gældskonvertering efterfulgt af privatisering er blevet anslået på grundlag af "virksomhedsværdi"-metoden, som er en af vigtigste metoder til vurdering af virksomheder. (Afsnit IX.3.3 nedenfor indeholder en detaljeret beskrivelse af de anvendte metoder og vurderingsresultaterne samt Kommissionens analyse deraf.)

(82) Rapporten konkluderer, at privatiseringen af selskabet vil være lettere og hurtigere ved konvertering af hele gælden til aktier, og at AVAS herved opnår et bedre finansielt resultat end ved selskabets likvidation.

IX. **VURDERING**

IX.1. **Generelle aspekter**

(83) For at fastslå, om de undersøgte foranstaltninger udgør statsstøtte, skal Kommissionen vurdere, om de opfylder samlige betingelser i EUF-traktatens artikel 107, stk. 1. I denne bestemmelse er der fastsat følgende: "Bortset fra de i traktaterne hjemlede undtagelser er statsstøtte eller støtte, som ydes ved hjælp af statsmidler under enhver tænkelig form, og som fordrejer eller truer med at fordreje konkurrencevilkårene ved at begunstige visse virksomheder eller visse produktioner, uforenelig med det indre marked i det omfang, den påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne".

(84) Kommissionen bemærker, at nedenstående vurdering kun vedrører 1. og 3. foranstaltning, da anmeldelsen af 2. foranstaltning er trukket tilbage (se afsnit VII ovenfor). I betragtning af at Rumænien har knyttet konverteringen af gælden til aktier sammen med privatiseringen af Oltchim, er 1. foranstaltning blevet ændret. Foranstaltningen vurderes derfor ud fra den hypotese, at AVAS' aktiepost efter konverteringen omgående sælges til en privat investitor ved en rimelig, åben og gennemsigtig salgsproces, der tager sigte på at maksimere AVAS' indtægter.

(85) Desuden mener Kommissionen, at spørgsmålet om, hvorvidt Oltchims kreditor, AVAS, har givet selskabet en urimelig fordel ved den måde, hvorpå den har behandlet gælden efter den 1. januar 2007, skal undersøges på grundlag af OUG 51/1998 [se betragtning (27) ovenfor] og lov nr. 30/2007, hvorved AVAS bemyndiges til på ny at foretage gældskonverteringen, idet der skal tages hensyn til dels anmeldelsen af gældskonverteringen til Kommissionen, beskrevet som 1. foranstaltning i beslutningen om indledning af proceduren, dels ændringen af 1. foranstaltning på grund af de betænkeligheder, som Kommissionen har givet udtryk for, og de forpligtelser, som EU/IMF-programmet medfører.

(86) Endvidere bemærker Kommissionen, at planerne om helt at privatisere selskabet inden udgangen af maj 2012 i overensstemmelse med de rumænske myndigheders oplysninger i brev af 21. oktober 2011, som blev bekræftet ved premierminister Mihai-Răzvan Ungureanus brev af 16. februar 2012, betragtes som en integrerende del af 1. foranstaltning.

(87) Hvad angår såvel miljøbøden som selskabets udestående gæld til Electrica SA, Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea og SC CET Govora SA, bemærker Kommissionen, at disse påståede forhold ikke indgik i beslutningen om indledning af proceduren. De kan derfor heller ikke være omfattet af nærværende afgørelse. Kommissionen vil senere/in timp util underrette klageren om de foranstaltninger, der er truffet med hensyn til disse påstande i henhold til artikel 10 i forordning (EF) nr. 659/1999.

IX.2. **Kommissionens kompetence inden Rumæniens tiltrædelse**

(88) Som anført i afsnit V ovenfor, fremførte 2. anonyme part, at nogle af de statsgarantier, som Oltchim fik i perioden 1995-2000, stadig var gældende efter Rumæniens tiltrædelse af EU, nemlig indtil den 31. oktober 2009, og at de derfor skulle behandles som ny støtte efter tiltrædelsesdatoen. Kommissionen må derfor undersøge, om dette argument er gyldigt, og hvorledes det kan påvirke vurderingen af den anmeldte foranstaltning.

(89) Normalt finder EUF-traktatens artikel 107, stk. 1, først anvendelse fra tiltrædelsesdatoen. Undtaget fra denne regel er foranstaltninger, der er trådt i kraft inden tiltrædelsen, og som fortsat gælder efter tiltrædelsen. I henhold til traktaten om Rumæniens tiltrædelse af Den Europæiske Union fra 2005 ([23]) skal foranstaltninger, der er trådt i kraft i Rumænien inden tiltrædelsesdatoen og fortsat gælder efter denne dato (1. januar 2007), og som kan udgøre statsstøtte som omhandlet i EUF-traktatens artikel 107, stk. 1, og ikke anses for eksisterende støtte i henhold til forordning (EF) nr. 659/1999 ([24]), betragtes som potentiel ny støtte fra tiltrædelsesdatoen, når det gælder anvendelsen af EUF-traktatens artikel 108, stk. 3.

(90) I punkt 2.1, andet afsnit i bilag V til akten om Republikken Bulgariens og Rumæniens tiltrædelse fra 2005 ([25]), er der i henhold til aktens artikel 22 fastsat følgende: "alle efter tiltrædelsesdatoen stadig gældende foranstaltninger, som er statsstøtte, og som ikke opfylder de ovenfor omhandlede betingelser, anses efter tiltrædelsen, for så vidt angår anvendelsen af EF-traktatens artikel 88, stk. 3, som ny støtte."

(91) Ovennævnte bestemmelse omfatter derfor de foranstaltninger, der er trådt i kraft inden tiltrædelsesdatoen (1. januar 2007), og som fortsat gælder efter denne dato. I overensstemmelse med den definition, som Kommissionen har anvendt i en række beslutninger ([26]), omfatter begrebet "gældende efter tiltrædelsesdatoen" ordninger og individuelle foranstaltninger, der ikke er

([23]) EUT L 157 af 21.6.2005, s. 268.
([24]) EFT L 83 af 27.3.1999, s. 1.
([25]) EUT L 157 af 21.6.2005, s. 268.
([26]) Se f.eks. Kommissionens beslutning af 24.4.2007 i sag E 12/2005 – Ubegrænset garanti til Poczta Polska, EUT C 284 af 27.11.2007, s. 2, Kommissionens beslutning af 18.7.2007 i sag C 27/2004 Agrobanka, EUT L 67 af 11.3.2008, s. 3, Kommissionens beslutning af 28.1.2004 i sag CZ 14/2003 *Česka Spořitelna, a.s.*, EUT C 195 af 31.7.2004, s. 2, og Kommissionens beslutning af 3.3.2004 i sag CZ 58/2003 *Evrobanka, a.s.*, EUT C 115 af 30.4.2004, s. 40.

tidsbegrænsede, eller hvor statens ansvar ikke er nøjagtigt afgrænset. Med andre ord er der tale om tilfælde, hvor statens nøjagtige eksponering ikke er kendt på tiltrædelsesdatoen. På baggrund af ovenstående er det nødvendigt at fastslå, om statsgarantierne til Oltchim i perioden 1995-2000 var "gældende efter tiltrædelsesdatoen", således som dette begreb er defineret i ovennævnte beslutningspraksis. Med henblik herpå skal det efterprøves, enten om statsgarantien ikke var tidsbegrænset, eller om statens nøjagtige eksponering ikke var kendt inden tiltrædelsesdatoen.

(92) Efter at have undersøgt betingelserne for udstedelsen af de pågældende statsgarantier bemærker Kommissionen, at der var tale om særskilte, individuelle engangsforanstaltninger, hvorved staten hjalp selskabet med at skaffe lån på bestemte beløb og med en bestemt løbetid. Tidspunktet for, hvor længe disse garantier var gyldige, blev fastsat ved garantistillelsen, idet gyldighedsperioden blev fastsat indtil udløbet af de underliggende lån, hvilket var fastsat nøjagtigt i disse lån. Denne gyldighedsperiode blev ikke ændret senere. Garantiernes gyldighedsperiode efter tiltrædelsen var derfor absolut tidsbegrænset og var blevet fastsat på et tidspunkt inden tiltrædelsen, nemlig ved indgåelsen af låneaftalen. Kommissionen noterer sig derfor, at den første af de situationer, hvor en foranstaltning betragtes som "ny støtte" efter tiltrædelsesdatoen, fordi den ikke er tidsbegrænset på tiltrædelsesdatoen, ikke er opfyldt i den foreliggende sag.

(93) For det andet er statens maksimale ansvar afgrænset på det tidspunkt, hvor garantiaftalerne blev indgået, idet garantierne kun dækker det specifikke lån, som de vedrører. Det må derfor konkluderes, at betingelserne i anden situation vedrørende begrebet "gældende efter tiltrædelsesdatoen", nemlig statens ukendte eksponering fra tiltrædelsesdatoen, ikke er opfyldt.

(94) Desuden bemærker Kommissionen, at statsgarantierne blev aktiveret inden tiltrædelsen. Fra det tidspunkt, hvor garantierne blev aktiveret, overtog staten ansvaret for tilbagebetalingen af restancerne på de lån, der var opnået med statsgarantierne, og staten overtog således i praksis selskabets forpligtelser, hvad angår tilbagebetalingen af de pågældende lån og blev dermed Oltchims kreditor for de beløb, der blev udbetalt i henhold til garantierne. Som anført i afsnit II.2 ovenfor, blev der foretaget udbetalinger i henhold til statsgarantierne indtil 2006. Fra tiltrædelsen blev der ikke længere foretaget sådanne udbetalinger, fordi Oltchim var i stand til at indfri de resterende lån.

(95) Det må derfor konkluderes, at statsgarantierne til Oltchim i perioden 1995-2000 ikke kan betragtes som ny støtte som omhandlet i punkt 2.1, andet afsnit i bilag V til akten om Republikken Bulgariens og Rumæniens tiltrædelse fra 2005.

IX.3. **Statsstøtte: fordel**

IX.3.1 *Det markedsøkonomiske investorprincip*

(96) Hvad angår den anmeldte foranstaltning, der består i konvertering af selskabets offentlige gæld på 1 049 mio. RON til aktier med henblik på salg af hele den offentlige aktiepost umiddelbart efter (sidst i maj 2012), fremfører Rumænien, at dette ikke giver selskabet nogen urimelig fordel, fordi enhver privat kreditor i samme situation som den offentlige kreditor AVAS ville have valgt denne metode til at inddrive sin fordring, frem for likvidation af selskabet, som økomisk set ville være langt mindre fordelagtig for den offentlige kreditor.

(97) For at fastslå, om den anmeldte foranstaltning giver Oltchim en urimelig fordel, skal Kommissionen vurdere, om AVAS, i sin egenskab af offentlig kreditor, har udfoldet lige så store bestræbelser som en privat kreditor ville have gjort for at inddrive så meget som muligt af sin gæld ([27]). Ved denne tilgang tages der hensyn til, at inddrivelsen af gælden foretages af en institution, der har det samme forhold til selskabet, som en kreditor har til sin debitor, idet selskabets offentlige gæld er overdraget til AVAS. Ved vurderingen tages der naturligvis hensyn til, at det er økonomiministeriet, der er Oltchims offentlige aktionær, men også, at den offentlige aktionær ikke spiller nogen rolle ved inddrivelsen af selskabets offentlige gæld, som er overdraget til selskabets kreditor AVAS. Kommissionen bemærker dog, at der skal foretages en vurdering af, hvilke virkninger gældskonverteringen og den efterfølgende privatisering af selskabet får for den nuværende aktionær, dvs. økonomiministeriet, for at det kan fastslås, om den foreslåede gældskonvertering og den efterfølgende privatisering økonomisk set udgør en bedre løsning for staten end fuldstændig likvidation af selskabet.

IX.3.2 *Inddrivelse af selskabets offentlige gæld – vurdering af 3. foranstaltning*

(98) I beslutningen om indledning af proceduren fandt Kommissionen, at det kunne indebære et yderligere statsstøtteelement, at staten ikke har opkrævet renter og/eller nogen form for morarente for Oltchims resterende offentlige gæld efter Rumæniens tiltrædelse af EU. Denne gæld skyldes aktiveringen af statsgarantierne [se beskrivelsen i betragtning 23-27 og vurderingen af statsgarantierne i betragtning 88-95 ovenfor]. I beslutningen om indledning af proceduren fandt Kommissionen, at det gav Oltchim en fordel, at selskabets offentlige gæld ikke blev forrentet eller inddrevet, idet selskabet således fik stillet gratis kapital til rådighed.

(99) For at fastslå, om Rumænien har handlet som en privat kreditor med hensyn til den resterende gæld, som skyldes aktiveringen af statsgarantierne, er det nødvendigt at vurdere statens adfærd fra 2007 til nu på grundlag af de oplysninger, som de rumænske myndigheder var i besiddelse af på forskellige relevante tidspunkter.

([27]) Se sag C-342/96, *Spanien mod Kommissionen (Tubacex)*, Sml. 1999 I, s. 2459, præmis 46, sag T-152/99, *HAMSA mod Kommissionen*, Sml. 2002 II, s. 3049, præmis 167.

(100) Kommissionen bemærker først og fremmest, at beslutningen om ikke at opkræve renter eller morarenter fra 2007 indtil ændringen af anmeldelsen af 1. foranstaltning bygger på OUG 51/1998 [se betragtning (27)]. Der skal også tages hensyn til lov nr. 30/2007, hvorved AVAS bemyndiges til på ny at foretage gældskonvertering. De rumænske myndigheder agtede på daværende tidspunkt at fortsætte Oltchims drift og planlagde nye investeringer i stedet for likvidation af selskabet.

(101) Kommissionen skal derfor først og fremmest fastslå, om Rumænien handlede som en privat kreditor, da det i 2007 konverterede gælden til aktier i stedet for at tvangsinddrive gælden og/eller likvidere selskabet. I denne forbindelse bemærker Kommissionen, at Rumænien havde fulgt denne strategi for at opretholde Oltchims drift lige fra det første (mislykkedede) forsøg i 2003. De rumænske myndigheders adfærd i denne henseende var derfor i overensstemmelse med deres tidligere adfærd. På grundlag af markedets reaktioner på de tidligere privatiseringsforsøg og minoritetsaktionærernes sagsanlæg kan det konkluderes, at markedet havde tillid til, at Oltchims økonomiske aktiviteter grundlæggende var rentable.

(102) Desuden bemærker Kommissionen, at Rumænien også havde en forretningsplan ([28]) for Oltchim, hvilket tyder på, at selskabet faktisk var rentabelt.

(103) På denne baggrund mener Kommissionen ikke, at det var urimeligt, at Rumænien i sin egenskab af kreditor besluttede at konvertere gælden til aktier og vedtage en lov om ikke at opkræve renter og morarenter af den resterende gæld, da gælden under alle omstændigheder skulle konverteres til aktier.

(104) Det bringer ikke denne analyse i tvivl, at Rumænien inden konverteringen af gælden til aktier søgte om godkendelse af statsstøtten. Herved opfyldte Rumænien blot sine forpligtelser i henhold til EUF-traktatens artikel 108, stk. 3. I betragtning af de vanskeligheder, som Rumænien forinden var stødt på med hensyn til minoritetsaktionærerne og fortsat er stødt på i forbindelse med gennemførelsen af lov nr. 30/2007, var det ganske logisk, at Rumænien søgte at få bekræftet af Kommissionen, at den planlagte transaktion ikke skulle betragtes som statsstøtte.

(105) Under hensyn til vurderingen af statsstøtten og anvendelsen af stand-still-klausulen, blev gældskonverteringen til sidst udsat i fem år. I denne forbindelse bemærker Kommissionen først og fremmest, at Rumænien indtil midt i 2011 var fast besluttet på at følge en omfattende investeringsstrategi for Oltchim, som blev analyseret i flere ekspertundersøgelser ([29]). Opkrævning af renter af selskabets offentlige gæld ville have modvirket statens strategi, som går ud på at foretage nye investeringer for at genskabe selskabets rentabilitet og at øge dets værdi med henblik på privatisering på mellemlang til lang sigt.

(106) På grund af de betænkeligheder, som Kommissionen gav udtryk for i sin beslutning om indledning af proceduren med hensyn til den omfattende investeringsstrategi, og især på grund af de finanspolitiske problemer og EU/IMF-programmet, ændrede Rumænien sin strategi i 2011 og besluttede at privatisere selskabet umiddelbart efter konverteringen af gælden til aktier. De oprindelige planer om at foretage supplerende investeringer på 424 mio. EUR inden privatiseringen blev derfor opgivet.

(107) I denne nye situation er opkrævning af renter blevet en relevant strategi fra statens side, for at den kan få inddrevet så stor en del af gælden som muligt.

(108) Som påpeget i betragtning 75-77 ovenfor blev der opkrævet yderligere renters rente på selskabets offentlige gæld for perioden fra den 1. januar 2007 i henhold til en privat aftale, som Oltchim og AVAS indgik i december 2011. De rentesatser, der blev anvendt på selskabets offentlige gæld, svarede til den højeste af Kommissionens referencesatser for hver periode og de rentesatser, der gjaldt for selskabets private lån i samme periode, og som kan anses for rimelige.

(109) På baggrund af ovenstående konkluderer Kommissionen, at Oltchim ikke har opnået en fordel ved den måde, hvorpå de offentlige myndigheder efter Rumæniens tiltrædelse har behandlet inddrivelsen af selskabets offentlige gæld, som nu skal konverteres til aktier.

IX.3.3 *Gældskonvertering – 1. foranstaltning*

(110) Kommissionen skal også undersøge, om 1. foranstaltning, der [som følge af den ændrede anmeldelse – se betragtning 14-16, 69-70 og 75-77 ovenfor] består i konvertering af selskabets offentlige gæld på i alt 1 049 mio. RON til aktier, som hurtigt efterfølges af salg af hele den deraf følgende offentlige aktiepost (privatisering),

([28]) Der var især tale om en forretningsplan for Oltchim for perioden 2006-2010, en udtalelse fra det uafhængige konsulentfirma Raiffeisen fra maj 2007 og en teknisk konsulentrapport fra maj 2007, som Techno Orbichem havde udarbejdet.

([29]) F.eks. den forretningsplan, der blev anmeldt til Kommissionen den 17. juli 2009, og en undersøgelse af 13. april 2011, som var foretaget af Roland Berger og forelagt Kommissionen af de rumænske myndigheder den 14. april 2011.

giver Oltchim en urimelig fordel. Selskabets samlede offentlige gæld, der skal konverteres til aktier, dækker den største offentlige fordring på 358 mio. RON, som privatiseringsagenturet AVAS er i besiddelse af, og renter på 511 mio. RON på AVAS' fordring for perioden 1. januar 2007 – 31. december 2011.

(111) For at fastslå, om den planlagte gældskonvertering indebærer en fordel for Oltchim, må det undersøges, om den reelt er den bedste metode til inddrivelse af den størst mulige del af gælden, som fremført af Rumænien. I praksis skal Kommissionen fastslå, om en eventuel privat kreditor i samme situation som privatiseringsagenturet AVAS, der er Oltchims kreditor, ville have valgt denne metode ud af en række mulige løsninger, når man tager i betragtning, at debitor står over for betydelige økonomiske problemer. Selv om Oltchims nuværende aktionær, økonomiministeriet, ikke spiller nogen rolle i forbindelse med inddrivelsen af selskabets offentlige gæld, tages der i nedenstående analyse hensyn til to mulige scenarier for den offentlige aktionær.

(112) Rumænien hævder, at de eneste realistiske muligheder for en privat kreditor i samme situation som den offentlige kreditor AVAS - i betragtning af selskabets nuværende situation (betydelig underkapitalisering og alt for stor gældsætning) - er enten (i) likvidation af selskabet eller (ii) konvertering af gælden til aktier, efterfulgt af salg af hele statens aktiepost i selskabet. En privat kreditor, der skulle vælge mellem disse muligheder, ville vælge den mulighed, der sikrer inddrivelsen af den størst mulige del af den resterende gæld. Med andre ord ville den private kreditor vælge varianten "konvertering efterfulgt af privatisering", hvis det beløb, der forventes af privatiseringen, overstiger det beløb, der kan inddrives ved likvidation.

(113) For at påvise, at en gældskonvertering efterfulgt af salg af aktieposten er mere indbringende for kreditor end likvidation, har Rumænien fremlagt en rapport, der er udarbejdet af et uafhængigt konsulentfirma (se betragtning 78-82 ovenfor), og som sammenholder de beløb, som kreditor kan opnå under de to scenarier, dvs. ved gældskonvertering efterfulgt af privatisering og ved likvidation.

(114) Kommissionen har vurderet rapporten i detaljer for at undersøge, om de fremlagte resultater kan stå for en nærmere analyse, og om de viser, at AVAS gennem konverteringen af sin fordring til aktier handler som en privat kreditor. På grundlag af analysen af rapporten konstaterer Kommissionen følgende:

(115) **Værdien af AVAS' fordring i tilfælde af likvidation:** Likvidationsscenariet vurderes på grundlag af en tidligere likvidationsrapport udarbejdet af Raiffeisen i februar 2011 og en likvidationsrapport udarbejdet af det uafhængige konsulentfirma Romcontrol SA București i marts 2011.

(116) I overensstemmelse med rumænsk lovgivning likvideres virksomheder, hvor staten har en aktiepost på mindst 50 % + 1 ved den såkaldte "særlige procedure for frivillig likvidation", således som det er fastsat ved regeringens hastebekendtgørelse nr. 88/1997, regeringsbekendtgørelse nr. 577/2002 og ved lov nr. 137/2002. Ved den særlige procedure for frivillig likvidation anvendes det beløb, som likvidator opnår ved salget af selskabets aktiver, til indfrielse af selskabets udestående gæld i den rækkefølge, der er fastsat ved lov nr. 85/2006 (den rumænske konkurslov). Indtægterne af likvidationen skal anvendes til dækning af fordringerne i følgende rækkefølge: 1) omkostningerne ved likvidationen, 2) løntilgodehavender, 3) privilegerede fordringer (gæld sikret ved pant, sikkerhed i fast ejendom og andre særlige fordele), 4) skattemæssige fordringer (skatter og andre skattemæssige forpligtelser), 5) gæld til finansministeriet på grund af aktiverede statsgarantier, 6) fordringer i form af offentlige lån, 7) ordinære (usikrede) fordringer og 8) aktionærer. I den foreliggende sag ville AVAS falde ind under tredje kreditorkategori (privilegerede kreditorer), men efter en række af Oltchims privilegerede (private) kreditorer, idet selskabets offentlige gæld kun er delvis sikret.

(117) Konsulentfirmaet Romcontrol har vurderet likvidationsværdien af Oltchims aktiver pr. 15. december 2010 på grundlag af metoden med justerede nettoaktiver, hvor der tages hensyn til den begrænsede periode, hvor de aktiver, der er sat til salg, er eksponeret på markedet ([30]).

(118) På grundlag af resultaterne af aktivernes likvidationsværdi, som anslået af Romcontrol, har Raiffeisen vurderet resultaterne for selskabets kreditor AVAS og for staten, i dens egenskab af aktionær, under hensyntagen til selskabets gæld pr. 31. december 2010 og dens foreløbige regnskaber på samme tidspunkt ("Raiffeisens likvidationsundersøgelse fra februar 2011"). I denne undersøgelse anslås det, at de indtægter, der ville kunne opnås ved salg af Oltchims aktiver, ville gøre det muligt at inddrive ca. [20]-[30] % af selskabets samlede gæld. AVAS ville, i sin egenskab af delvis sikret kreditor, kunne opnå ca. [80]-[100] mio. RON (dvs. [10]-[30] % af den samlede fordring på 538 mio. RON). I betragtning af den negative forskel mellem likvidationsindtægterne og selskabets gæld vil staten, som aktionær, ikke opnå nogen indtægter.

(119) I oktober 2011 opdaterede Raiffeisen de skøn, der var fastsat i likvidationsundersøgelsen fra februar 2011, for at tage hensyn til selskabets finansielle data pr. 30. juni 2011 og for at medregne de renter, der er påløbet selskabets offentlige gæld fra januar 2007.

([30]) Varigheden af den særlige procedure for frivillig likvidation anslås til ca. 18 måneder.

(120) I henhold til disse opdaterede skøn ville AVAS, som Oltchims delvis sikrede kreditor, opnå [100]-[120] mio. RON af sin samlede fordring på selskabet (som udgør [10]-[20] % ([31]) af den samlede fordring, nemlig gældens hovedstol på 538 mio. RON plus renter). Økonomiministeriet vil som offentlig aktionær heller ikke få nogen indtægter denne gang. Det beløb, som AVAS ville få, blev senere tilbagediskonteret til nutidsværdi ([32]) pr. 30. juni 2011. AVAS ville således få [10]-[40] mio. EUR ved likvidation af selskabet.

Tabel 2

Inddrivelse af statens fordringer ved likvidation

	Fordring (mio. EUR)	Samlede indtægter (mio. EUR)	Indtægter Kalkulationsrente på 10,7 % (mio. EUR)
AVAS (kreditor)	209,4	[20]-[30]	[10]-[30]
Økonomiministeriet (aktionær)	Aktiepost	[0]-[10]	[0]-[10]
Staten i alt		**[20]-[30]**	**[10]-[30]**

(121) Dette beløb skal derefter sammenholdes med det forventede afkast ved konverteringen af AVAS' fordring til aktier efterfulgt af privatisering af selskabet.

(122) **Værdien af AVAS' fordring i tilfælde af gældskonvertering efterfulgt af privatisering:** i rapporten blev statens indtægter i tilfælde af gældskonvertering med efterfølgende privatisering anslået på grundlag af virksomhedsværdimetoden, som er en af de vigtigste metoder til måling af virksomheders værdi.

(123) Med hensyn til anvendelsen af denne metode bemærker Kommissionen, at der principielt eksisterer flere metoder til vurdering af en virksomheds aktier.

(124) En af de hyppigt anvendte metoder er EBITDA ("resultat før renter, skat, af- og nedskrivninger"). Denne metode giver mulighed for at vurdere en virksomheds egenkapital for år X ved at gange EBITDA for år X med en faktor (multiplikator), der betragtes som passende for den pågældende sektor, og ved at trække nettogælden fra resultatet.

(125) En anden metode består i en tilbagediskonteret pengestrømsanalyse. De nominelle pengestrømme, virksomheden har til rådighed for de kommende år, tilbagediskonteres med de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger ([33]), og nettogælden trækkes fra den opnåede værdi.

(126) En tredje metode er omsætningsmultiplikatormetoden. Denne giver mulighed for at vurdere en virksomheds egenkapital for år X ved at gange omsætningen for år X med en faktor (multiplikator), der betragtes som passende for den pågældende sektor, og ved at trække nettogælden fra resultatet.

(127) Ved alle disse metoder (den fremtidige EBITDA-værdi, pengestrømsanalyse eller omsætning) anvendes anslåede værdier. I den foreliggende sag er det dog ikke alle metoder baseret på de anslåede værdier i en forretningsplan, det vil være fornuftigt at anvende. Da der er planlagt en omgående privatisering af selskabet, er det kun den nye ejer, der kan blive i stand til at fastlægge virksomhedens fremtidige forretningsstrategi, og de relevante fremskrivninger i forretningsplanen, der er nødvendige for at anvende disse metoder, foreligger derfor ikke, ligesom de heller ikke kan forudses ([34]). I betragtning af at den nye ejer skal gennemføre betydelige investeringer, kan selskabets tidligere resultater heller ikke anvendes til fremskrivningerne.

(128) Under disse omstændigheder finder Kommissionen, at de eneste to metoder, der kan anvendes til vurdering af den rumænske stats samlede aktiepost, dvs. AVAS' og økonomiministeriets samlede aktiepost, er børsværdien og virksomhedsværdien. Det skal understreges, at virksomhedsværdien også omfatter de parametre, der anvendes i forbindelse med børsværdien.

(129) Børsværdien defineres som aktiekursen ganget med antallet af udstedte aktier og afspejler den samlede værdi af virksomhedens udstedte aktier. Denne værdi repræsenterer markedskonsensus med hensyn til værdien af en virksomheds egenkapital og kan anvendes i stedet for markedskonsensus med hensyn til en virksomheds nettoværdi.

([31]) Dækningsgraden på [10]-[20] % er lavere end den tidligere beregnede på [15]-[25] %, fordi der i mellemtiden også er taget hensyn til de supplerende renter, som AVAS har opkrævet, og som udgør en usikret gæld.

([32]) Tilbagediskonteret til nutidsværdi pr. 30. juni 2011 med en kalkulationsrente på 10,7 % - værdien af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, der blev fastlagt ved en konsulentundersøgelse af 13. april 2011, som blev foretaget af konsultentfirmaet Roland Berger og forelagt Kommissionen af de rumænske myndigheder den 14. april 2011.

([33]) Se fodnote 32.

([34]) Rumænien fremlagde ganske vist en forretningsplan i sin oprindelige anmeldelse, men de finansielle fremskrivninger i planen var baseret på omfattende investeringer på 424 mio. EUR. Fremskrivningerne er derfor ikke troværdige i den aktuelle situation, idet staten har opgivet planerne om yderligere investeringer.

(130) Oltchims børsværdi blev beregnet på grundlag af selskabets aktiekurs på fondsbørsen i Bukarest ([35]) over en periode på 44 måneder (2008 – august 2011). Denne periode er tilstrækkelig lang til at være relevant, og børsværdien for den pågældende periode er ligeledes et godt fingerpeg om, hvor meget markedet er indstillet på at betale for selskabet.

(131) I denne forbindelse anser Kommissionen det for positivt, at aktiekursen i den seneste periode mellem maj og august 2011 konstant har været højere end gennemsnittet for de 44 måneder. Mens det vægtede gennemsnit for de 44 måneder er på 0,53 RON pr. aktie, nåede kursen på en enkelt aktie helt op på 2,05 RON i juli 2011 ([36]). De data, der er blevet anvendt til fastlæggelse af markedsværdien, kan derfor betragtes som forsigtige.

(132) Hvad angår aktiekursudviklingen fra september 2011 (de seneste data, der er anvendt i den undersøgelse, som Raiffeisen har foretaget), anser Kommissionen det for positivt, at aktiekursen i den seneste tid (fra midt i oktober 2011) er steget betydeligt og har holdt sig over det vægtede gennemsnit på 0,53 RON, der blev anvendt ved fastsættelsen af børsværdien.

Figur 1

Oltchims aktiekursudvikling på fondsbørsen i Bukarest i perioden 23.2.2011 –23.2.2012



Kilde: http://www.bvb.ro/ListedCcompanies/SecurityDetail.aspx?s=OLT&t=0

(133) Inden den planlagte gældskonvertering udgjorde Oltchims børsværdi i den undersøgte periode (januar 2008 – august 2011) som vægtet gennemsnit ([37]) 45 mio. EUR, og i de sidste tre måneder i den undersøgte periode (juni – august 2011) lå den konstant over 100 mio. EUR. Børsværdien overstiger således klart Oltchims likvidationsværdi ([10]-[40] mio. EUR), hvilket er et første tegn på, at salget af statens aktiepost som led i en privatiseringsproces er at foretrække frem for likvidation af selskabet.

(134) Den anden metode, der kan anvendes, er virksomhedsværdien. Virksomhedsværdien er en måleenhed for selskabets værdi, der ofte benyttes som alternativ til børsværdien, fordi den anses for at være en mere nøjagtig angivelse af selskabets værdi. Virksomhedsværdien udgør forskellen mellem en virksomheds børsværdi og dens nettogæld. Denne metode blev benyttet af Raiffeisen Capital.

(135) Efter beregningen af børsværdien blev det andet element i formlen for beregning af virksomhedsværdien, nemlig nettogælden, beregnet som selskabets samlede gæld (selskabets samlede rentebærende gæld, dvs. banklån og forfaldne/omlagte gældsforpligtelser) ([38]).

(136) Som næste etape er det muligt at beregne median, gennemsnit og vægtet gennemsnit for virksomhedsværdien og for virksomhedsværdien pr. aktie over perioden på 44 måneder. I rapporten blev disse værdier beregnet for to scenarier: med renter af gælden i henhold til aftalen og uden disse renter.

(137) Med hensyn til sidste punkt finder Kommissionen ikke, at den rente, der er opkrævet i henhold til aftalen, bør tages i betragtning ved beregningen af virksomhedsværdien, for alt andet lige vil egenkapitalen falde, hvis gælden vokser. Disse to virkninger er modsatrettede og skulle principielt ikke påvirke virksomhedsværdien. Hvis markedet får kendskab til renterne, vil det vurdere aktierne lavere. I den foreliggende sag er de samlede renter dog kommet til senere og har ikke kunnet forudses af markedet. Det er de oplysninger, som markedet har på vurderingstidspunktet, der er relevante.

(138) På denne baggrund er der beregnet følgende virksomhedsværdier pr. aktie i den undersøgte periode.

([35]) Den procentdel af aktierne, der er blevet handlet med i denne periode, har varieret mellem 0,01 % og 13,45 % af de samlede aktier pr. måned.

([36]) I perioden februar 2011 - februar 2012 er maksimumværdien over 52 uger endda nået op på 2,21 RON pr. aktie.

([37]) Det vægtede gennemsnit blev beregnet på grundlag af det antal aktier, der var handlet med.

([38]) Minoritetsinteresserne og præferenceaktierne svarer til nul, og da beholdningen af kontanter og likvide midler er ubetydelig, er den ikke taget i betragtning ved beregningen af nettogælden.

Tabel 3

Beregning af Oltchims virksomhedsværdi pr. aktie i den undersøgte periode

Periode	Antal aktier	Aktiernes gennem-snitskurs	Børsværdi (aktiekurs x antallet af aktier)	Nettogæld i mio. RON	Virksomhedsværdi (børsværdi plus nettogæld) i mio. RON	Virksom-hedsværdi pr. aktie
jan. -08	343 023 858	1,10	378	[1 200]-[1 400]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
feb. -08	343 023 858	0,91	314	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
mar. -08	343 023 858	0,81	279	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
apr. -08	343 023 858	0,87	300	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
maj -08	343 023 858	1,04	358	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
jun. -08	343 023 858	0,96	330	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
jul. -08	343 023 858	0,72	247	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
aug. -08	343 023 858	0,63	216	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
sep. -08	343 023 858	0,47	160	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
okt. -08	343 023 858	0,37	127	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
nov. -08	343 023 858	0,21	71	[1 200]-[1 400]	]1 400]-[1 500]	[4]-[6]
dec. 08	343 023 858	0,16	54	[1 400]-[1 600]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
jan. -09	343 023 858	0,15	51	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
feb. -09	343 023 858	0,13	45	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
mar. -09	343 023 858	0,15	53	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
apr. -09	343 023 858	0,25	84	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
maj -09	343 023 858	0,27	93	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
jun. -09	343 023 858	0,30	104	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
jul -09	343 023 858	0,33	113	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
aug. -09	343 023 858	0,32	109	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
sep. -09	343 023 858	0,28	96	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
okt. -09	343 023 858	0,27	91	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
nov. -09	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
dec. -09	343 023 858	0,26	89	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
jan. -10	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
feb. -10	343 023 858	0,22	77	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
mar. -10	343 023 858	0,27	92	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
apr. -10	343 023 858	0,31	105	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
maj -10	343 023 858	0,22	76	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
jun. -10	343 023 858	0,21	71	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
jul. -10	343 023 858	0,18	62	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
aug. -10	343 023 858	0,19	64	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
sep. -10	343 023 858	0,19	66	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
okt. -10	343 023 858	0,22	76	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
nov. -10	343 023 858	0,22	75	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[4]-[6]
dec. -10	343 023 858	0,20	69	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
jan. -11	343 023 858	0,21	74	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]

Periode	Antal aktier	Aktiernes gennem-snitskurs	Børsværdi (aktiekurs x antallet af aktier)	Nettogæld i mio. RON	Virksomhedsværdi (børsværdi plus nettogæld) i mio. RON	Virksom-hedsværdi pr. aktie
feb. -11	343 023 858	0,26	88	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
mar. -11	343 023 858	0,30	102	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
apr. -11	343 023 858	0,44	152	[2 000]-[2 200]	[2 100]-[2 200]	[5]-[7]
maj -11	343 211 383	0,77	265	[2 000]-[2 200]	[2 300]-[2 400]	[5]-[7]
jun. -11	343 211 383	1,61	551	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]
jul. -11	343 211 383	2,05	702	[2 000]-[2 200]	[2 800]-[2 900]	[6]-[8]
aug. -11	343 211 383	1,32	452	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]

(139) På grundlag af oplysningerne i denne tabel er der foretaget en beregning af median, gennemsnit og vægtet gennemsnit for virksomhedsværdien pr. aktie.

Tabel 4

Median, gennemsnit og vægtet gennemsnit for Oltchims virksomhedsværdi pr. aktie

	Aktiekurs	Virksomhedsværdi pr. aktie
Median	[0,10]-[0,30]	[4]-[6]
Gennemsnit	[0,30]-[0,50]	[4]-[6]
Vægtet gennemsnit	[0,40]-[0,60]	[4]-[6]

(140) Virksomhedsværdien (median, gennemsnit, vægtet gennemsnit), beregnet som forklaret ovenfor, kan derefter anvendes til fastlæggelse af værdien af statens aktiepost "efter gældskonvertering", ved at selskabets udestående gæld efter konverteringen trækkes fra virksomhedsværdien. Denne gæld vil fortsat være en gæld, som selskabet skal indfri.

(141) Resultatet er hele egenkapitalens markedsværdi som angivet i tabel 5.

Tabel 5

Beregning af egenkapitalens markedsværdi på grundlag af virksomhedsværdimetoden

Beregning af hele egenkapitalens markedsværdi efter gældskonverteringen	Scenarier		
	Virksomhedsværdien beregnet på grundlag af aktiernes **mediankurs** over en periode på 44 måneder	Virksomhedsværdien beregnet på grundlag af aktiernes **gennemsnitkurs** over en periode på 44 måneder	Virksomhedsværdien beregnet på grundlag af aktiernes **vægtede gennemsnitskurs** over en periode på 44 måneder
Virksomhedsværdi pr. aktie (RON)	[4]-[6]	[4]-[6]	[4]-[6]
Antal aktier inden konverteringen	343 211 383	343 211 383	343 211 383
Virksomhedsværdi (mio. RON)	[1 700]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[2 000]-[2 100]
Nettogæld efter gældskonvertering (mio. RON)	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]
Egenkapitalens markedsværdi (mio. RON)	[100]-[200]	[200]-[300]	[400]-[500]
Egenkapitalens markedsværdi (mio. EUR)	[20]-[30]	[50]-[60]	[90]-[100]

(142) Hvad angår den nettogæld, der anvendes i ovennævnte beregning, skal de to etaper i beregningen, dvs. (i) beregningen af virksomhedsværdiformlen og (ii) den efterfølgende fratrækning, med henblik på at nå frem til egenkapitalens markedsværdi, principielt baseres på markedsværdien af virksomhedens gæld.

(143) Kommissionen konstaterer dog for det første, at det er meget vanskeligt at fastsætte en markedspris for Oltchims gæld, da der ikke er blevet handlet med gælden, og da der ikke findes noget lokalt marked for handel med gæld. I stedet kan man fastsætte gældens markedsværdi teoretisk ved at bestemme selskabets rating før og efter gældskonverteringen. Denne rating kan derefter anvendes til at anslå sandsynligheden for misligholdelse af betalingsforpligtelserne, som igen kan anvendes til at anslå gældens markedsværdi. Da der ikke foreligger sådanne ratings finder Kommissionen, at dette er umuligt, og at anvendelsen af en dårligt anslået markedsværdi vil kunne medføre betydelige fejl.

(144) Hvis det for det andet forudsættes, at der er handlet med nettogælden på grundlag af den samme tilbagediskontering i forhold til dens regnskabsværdi før og efter konverteringen, vil resultaterne af beregningen være uændrede uanset nutidsværdien. Ændringer i nettogældens værdi vil i et tilsvarende tilfælde medføre en ændring, som er omvendt proportional med børsværdien. Det har ingen betydning, om man lægger gældens regnskabsværdi eller markedsværdi til, fordi gældens værdi først lægges til for at opnå virksomhedsværdien og derefter trækkes fra for at opnå aktiernes nye regnskabsværdi.

(145) Hvis det for det tredje forudsættes, at der handles med den gæld, der er tilbage efter konverteringen, til en værdi, som er forskellig fra værdien før konverteringen, skal der, for at der kan foretages en korrekt beregning, tages hensyn til, om markedsværdien af den gæld, der er tilbage efter konverteringen til aktier, sandsynligvis fortsat vil være lavere end regnskabsværdien, men under alle omstændigheder højere end gældens markedsværdi før konverteringen. Hvis der ikke findes et grundlag for fastlæggelse af disse værdier, er det dog umuligt at simulere virkningerne af en ændring af dem, fordi der er alt for mange parametre, som skal ændre sig samtidig.

(146) I øvrigt bemærker Kommissionen, at Oltchims regnskaber blev udarbejdet i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IFRS) og blev revideret af et uafhængigt revisionsselskab, KPMG. I disse regnskaber er gælden anført til den korrekte værdi i overensstemmelse med den internationale regnskabsstandard IAS 39. I overensstemmelse med IAS 39 er den korrekte værdi det beløb, hvortil velinformerede parter frivilligt kan handle med et aktiv eller indfri en gæld under normale konkurrencevilkår. På dette grundlag har KPMG attesteret, at den korrekte værdi af selskabets gæld på lang sigt ikke adskilte sig væsentligt fra regnskabsværdien.

(147) På baggrund af ovenstående finder Kommissionen, at det i den foreliggende sag faktisk er korrekt at anvende gældens regnskabsværdi til beregning af egenkapitalens markedsværdi.

(148) For at efterprøve, om beregningen holder stik, har Kommissionen dog desuden foretaget en følsomhedsanalyse, dvs. at den har fastslået den procentuelle forskel mellem nettogældens regnskabsværdi og markedsværdi før konverteringen, hvorved nutidsværdien af statens aktiepost efter konverteringen kommer til at svare til likvidationsværdien, forudsat at gældens markedsværdi svarer til dens regnskabsværdi efter konverteringen af gælden til aktier. Denne procentvise værdi kan betragtes som en vis "fejlmargen" ved vurderingen af gældens markedsværdi.

(149) Kommissionen er af den opfattelse, at det mest troværdige af alle scenarierne (virksomhedsværdi på grundlag af median, gennemsnit og vægtet gennemsnit) er det vægtede gennemsnit, fordi værdierne i den foreliggende sag er blevet vægtet med de aktiemængder, der handles med. I forbindelse med dette scenario udgør ovennævnte margen 15 %. Kommissionen konkluderer, at en sådan margen er tilstrækkelig stor til, at det kan fastslås, at virksomhedsværdien er beregnet på grundlag af sikre data.

(150) Efter beregningen af egenkapitalens markedsværdi er det muligt at beregne værdien af statens aktiepost ved at gå ud fra markedsværdien af den samlede egenkapital baseret på statens kapitalandele, som efter gældskonverteringen vil være som følger: ([39])

Tabel 6

Den rumænske stats aktiepost i Oltchim før og efter den planlagte gældskonvertering

	Aktiepost **før** gældskonverteringen	Aktiepost **efter** gældskonverteringen Gæld til AVAS plus renter deraf udgør den konverterede gæld
AVAS	0 %	[80]-[100] %
Økonomiministeriet	54,81 %	[0]-[5] %
Staten i alt	54,81 %	[80]-[100] %

(151) Efter konverteringen af gælden til AVAS (gældens hovedstol), hvortil kommer renter i henhold til aftalen, vil Oltchims egenkapital således få en værdi på mellem [20]-[30] og [90]-[100] mio. EUR, hvilket giver statens samlede aktiepost ([80]-[100] %) en nutidsværdi ([40]) på mellem [15]-[30] og [75]-[90] mio. EUR. I tabel 7 nedenfor sammenfattes virksomhedsværdien under alle scenarier og sammenlignes med værdien i tilfælde af likvidation.

([39]) Med henblik på analysen er der ikke i rapporten taget hensyn til de private aktionærers mulige deltagelse i kapitaludvidelsen, fordi dens indvirkning på værdien af den rumænske stats aktiepost betragtes som neutral.

([40]) Tilbagediskonteret med en kalkulationsrente på 10,7 pr. 30. juni 2011 på samme måde som ved likvidationsværdien.

Tabel 7

Sammenligning mellem gældskonvertering efterfulgt af privatisering og likvidation - på grundlag af virksomhedsværdimetoden

Statens forventede indtægter mio. EUR	Gældskonvertering umiddelbart efterfulgt af privatisering			Nettonutidsværdien af indtægterne ved likvidation	Sammenligning
	Virksomhedsværdi beregnet på grundlag af aktiernes **mediankurs** over en periode på 44 måneder	Virksomhedsværdi beregnet på grundlag af aktiernes **gennemsnitskurs** over en periode på 44 måneder	Virksomhedsværdi beregnet på grundlag af aktiernes **vægtede gennemsnitskurs** over en periode på 44 måneder		
Egenkapitalens markedsværdi	[20]-[30]	[45]-[60]	[90]-[100]		
Markedsværdien af statens samlede aktiepost	[15]-[40]	[45]-[60]	[80]-[100]		
Nettonutidsværdien af statens samlede aktiepost (98,44 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[75]-[90]	[10]-[40]	Likvidation < gældskonvertering og privatisering
Nettonutidsværdien af AVAS' samlede aktiepost (96,54 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[70]-[80]	[10]-[40]	Likvidation < gældskonvertering og privatisering
Nettonutidsværdien af økonomiministeriets samlede aktiepost (1,9 %)	[0]-[1]	[0]-[1]	[1]-[2]	[0]-[1]	Likvidation < gældskonvertering og privatisering

(152) Under alle scenarierne, der er vurderet på grundlag af virksomhedsværdimetoden, opnår både AVAS, som offentlig kreditor, og økonomiministeriet, som offentlig aktionær, bedre resultater ved gældskonvertering efterfulgt af privatisering end ved likvidation af selskabet. Den nuværende offentlige aktionærs (økonomiministeriet) aktiepost vil blive reduceret ved gældskonverteringen, hvilket vil give selskabets kreditor AVAS en aktiepost på [80]-[100] %. Ministeriet har dog ingen grund til at modsætte sig gældskonverteringen, for ved likvidation vil det ikke få noget for sine aktier i selskabet. Selv under et scenario med det laveste skøn for virksomhedværdien vil den offentlige kreditor AVAS opnå mere end ved selskabets likvidation ([10]-[30] mio. EUR mod [10]-[30] mio. EUR).

(153) På baggrund af ovenstående kan det konkluderes, at den anmeldte foranstaltning (gældskonvertering efterfulgt af fuldstændig privatisering) ikke giver Oltchim nogen fordel, hvis selskabet privatiseres kort tid efter gældskonverteringen, idet denne foranstaltning vil give den offentlige kreditor AVAS mulighed for at inddrive en større del af sin fordring end ved selskabets likvidation. Kommissionen noterer sig i denne forbindelse de rumænske myndigheders tilsagn om helt at privatisere selskabet inden udgangen af maj 2012 (se betragtning 17 og 73 ovenfor).

(154) Kommissionen finder, at den kvantitative vurdering, der foretages ved børsværdimetoden og virksomhedsværdimetoden, ligeledes understøttes af følgende to argumenter, som den uafhængige ekspert ikke konkretiserede.

(155) For det første er vurderingen baseret på børskursen. Da statens aktiepost i Oltchim sælges som en helhed, vil køber dog blive i stand til at kontrollere selskabet. Køber vil derfor være parat til at betale en kontrolpræmie for aktieposten, som det er normal praksis i tilsvarende transaktioner.

(156) For det andet bemærker Kommissionen, at virksomheden PCC var parat til at betale 7,5 mio. EUR for en de facto andel på 12 % af Oltchims aktier i 2007 og 2,6 mio. EUR for yderligere 3,6 % af Oltchims aktier i 2011. Dette tyder på, at en privat investor mente, at Oltchim var steget i værdi i 2011 i forhold til 2007 (idet investoren var parat til at betale en højere pris pr. aktie), og at de samlede aktier på grundlag af transaktionen i 2011 kan vurderes til 73 mio. EUR, dvs. langt mere end likvidationsværdien.

IX.4. **Konklusion med hensyn til fordelskriteriet**

(157) På grundlag af ovenstående, dvs.: (i) at selskabet ikke har opnået nogen urimelig fordel ved den måde, hvorpå de offentlige myndigheder har inddrevet dets offentlige gæld, som er omhandlet af den anmeldte foranstaltning, og (ii) at gældskonverteringen som sådan ikke giver selskabet nogen urimelig fordel, konkluderer Kommissionen, at de foreliggende, anmeldte foranstaltninger (som er en kombination af de tidligere foranstaltninger 1 og 3) ikke opfylder fordelskriteriet. På denne baggrund skal der ikke foretages en analyse af de øvrige kumulative kriterier for definition af statsstøttebegrebet, der er fastsat i EUF-traktatens artikel 107, stk. 1, for at vurdere de foreliggende anmeldte foranstaltninger.

X. **KONKLUSION**

(158) Den officielle undersøgelsesprocedure, som Kommissionen indledte i henhold til EUF-traktatens artikel 108, stk. 2, med hensyn til 2. foranstaltning (statsgaranti), skal indstilles, da den ikke længere er relevant, efter at Rumænien har trukket sin anmeldelse tilbage.

(159) Den foreliggende, anmeldte foranstaltning (den tidligere 1. og 3. foranstaltning tilsammen) indebærer ikke statsstøtte som omhandlet i EUF-traktatens artikel 107, stk. 1.

(160) Denne konklusion bygger på, at Rumænien er fast besluttet på at sælge hele sin aktiepost i Oltchim, som meddelt af premierminister Emil Boc ved brev af 21. oktober 2011 og bekræftet af premierminister Mihai-Răzvan Ungureanu ved brev af 16. februar 2012 —

VEDTAGET DENNE AFGØRELSE:

Artikel 1

Kommissionen har besluttet at indstille den officielle undersøgelsesprocedure efter artikel 108, stk. 2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde med hensyn til den anmeldte statsgaranti (2. foranstaltning) til Oltchim, fordi Rumænien har trukket anmeldelsen tilbage og ikke vil gennemføre denne foranstaltning.

Artikel 2

1. foranstaltning, som Rumænien anmeldte den 17. juli 2009 og ændrede den 22. juni 2011, 9. september 2011, 21. oktober 2011 og 16. februar 2012, udgør ikke statsstøtte som omhandlet i artikel 107, stk. 1, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde.

Artikel 3

3. foranstaltning, som Rumænien gennemførte i 2007, udgør ikke statsstøtte som omhandlet i artikel 107, stk. 1, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde.

Artikel 4

Denne afgørelse er rettet til Rumænien.

Udfærdiget i Bruxelles, den 7. marts 2012.

På Kommissionens vegne

Joaquín ALMUNIA

Næstformand