DECISIÓN DE LA COMISIÓN

de 7 de marzo de 2012

relativa a la ayuda estatal nº SA.29041 (C 28/2009, ex N 433/2009) Medidas de apoyo en favor de Oltchim SA Râmnicu Vâlcea

[notificada con el número C(2012) 1369]

(El texto en lengua rumana es el único auténtico)

(Texto pertinente a efectos del EEE)

(2013/246/UE)

LA COMISIÓN EUROPEA

Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (en lo sucesivo, «el TFUE») y, en particular, su artículo 108, apartado 2, párrafo primero [1],

Visto el Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo y, en particular, su artículo 62, apartado 1, letra a),

Vista la Decisión de la Comisión por la que se incoa el procedimiento establecido en el artículo 108, apartado 2, del TFUE en relación con la ayuda C 28/2009 (ex N 433/2009) [2],

Después de haber emplazado a los interesados a que presentaran sus observaciones, de conformidad con los citados artículos, y teniendo en cuenta dichas observaciones,

Considerando lo siguiente:

I. PROCEDIMIENTO

(1) El 17 de julio de 2009, Rumanía notificó a la Comisión dos medidas de apoyo (en lo sucesivo: «la notificación») en favor de Oltchim SA Râmnicu Vâlcea (en lo sucesivo: «Oltchim» o «la empresa»): i) una capitalización de deuda con las autoridades públicas que ascendía a 538 millones RON (aproximadamente 128 millones EUR [3]) y ii) una garantía del Estado que cubre hasta el 80 % de un préstamo comercial por valor de 424 millones EUR. Rumanía notificó estas medidas estatales de apoyo por razones de seguridad jurídica, alegando que no implicaban ayuda estatal a tenor del artículo 107, apartado 1, del TFUE.

(2) Con anterioridad a la presente notificación, el 10 de abril de 2008, PCC SE (en lo sucesivo: «PCC»), una empresa con sede en Duisburgo, Alemania, propietaria actualmente de una participación minoritaria del 18,31 % en Oltchim, presentó una denuncia formal, alegando que la capitalización de deuda prevista implicaba ayuda estatal incompatible.

(3) A raíz del registro de la denuncia, la Comisión intercambió correspondencia e información con las autoridades rumanas, Oltchim y la denunciante, y se reunió en varias ocasiones con las autoridades rumanas y representantes de Oltchim, por una parte, y con representantes de la denunciante, por otra.

(4) El 15 de septiembre de 2009, la Comisión incoó un procedimiento de investigación formal de conformidad con el artículo 108, apartado 2, del TFUE con respecto a las medidas notificadas (en lo sucesivo: «la Decisión de incoación»). Rumanía presentó observaciones sobre la Decisión de incoación el 3 de noviembre de 2009.

(5) La Decisión de incoación fue publicada en el *Diario Oficial de la Unión Europea* el 29 de diciembre de 2009 [4]. Por cartas de 21 de diciembre de 2009, la Comisión invitó a ocho empresas potencialmente interesadas en el procedimiento como competidoras de Oltchim a formular observaciones sobre la Decisión de incoación.

(6) La Comisión recibió observaciones de cinco interesados: por carta de 26 de enero de 2010, de Vestolit GmbH & Co. KG (en lo sucesivo: «Vestolit»); por carta de 26 de enero de 2010, de Ineos ChlorVinyls (en lo sucesivo: «Ineos»); por cartas de 27 y 28 de enero de 2010, de dos compañías que solicitaron que no se desvelara su identidad (en lo sucesivo: «Partes anónimas I y II»); y por carta de 29 de enero de 2010, del Sr. Virgil Bestea, un particular.

[1] Con efecto a partir del 1 de diciembre de 2009, los artículos 87 y 88 del Tratado CE han pasado a ser los artículos 107 y 108, respectivamente, del TFUE. Ambas series de disposiciones son, en sustancia, idénticas. Cuando proceda y a efectos de la presente Decisión, las referencias a los artículos 107 y 108 del TFUE deben entenderse como referencias a los artículos 87 y 88, respectivamente, del Tratado CE. El TFUE también introduce determinados cambios terminológicos, como la sustitución de «Comunidad» por «Unión» y de «mercado común» por «mercado interior», respectivamente. En la presente Decisión se utilizará la terminología del TFUE.

[2] Decisión de la Comisión C(2009) 6867 final de 15 de diciembre de 2009 (DO C 321 de 29.12.2009, p. 21).

[3] El tipo de cambio del BCE a 17 de julio de 2009 era de 1 EUR = 4,2 RON. En la presente Decisión todas las cifras en RON se han convertido en EUR a este tipo de cambio, salvo que las cifras solo estuvieran disponibles/se facilitaran en EUR, en cuyo caso solo se ha utilizado el valor en EUR.

[4] Véase la nota a pie de página 2.

(7) Estas observaciones fueron transmitidas a Rumanía por carta de 2 de marzo de 2010. Rumanía respondió a las citadas observaciones de terceros por carta de 8 de abril de 2010.

(8) Un sexto interesado, Firebird Management LLC (en lo sucesivo: «Firebird») – un fondo de inversiones que en aquel momento poseía el 1,328 % de las acciones de Oltchim – presentó información y observaciones por cartas de 27 de mayo y 8 de julio de 2010. Las observaciones de Firebird fueron transmitidas a Rumanía por cartas de 25 de junio y 27 de julio de 2010, respectivamente.

(9) PCC, la denunciante, presentó información sobre el asunto por cartas de 6, 18, 19 y 28 de mayo, 13 y 18 de junio, 22 de julio, 6 de agosto, 2 de septiembre y 18 de octubre de 2010 y 9 y 14 de abril de 2011. Además de estos envíos, PCC presentó numerosos datos relacionados con el asunto, principalmente diversos artículos de prensa y otra información, en su mayoría de dominio público.

(10) Por otra parte, las Partes anónimas I y II (que formularon también observaciones sobre la Decisión de incoación y solicitaron que no se desvelara su identidad) presentaron información adicional el 21 de septiembre de 2010, 22 y 28 de febrero de 2011, 26 de julio de 2011 y 28 de octubre de 2011.

(11) La Comisión transmitió las observaciones a que se hace referencia en los considerandos (9) y (10) a Rumanía, cuando aportaban datos y argumentos nuevos y eran relevantes para el presente procedimiento, por cartas de 25 de junio, 2 de agosto, 9 y 22 de septiembre y 20 de octubre de 2010 y 23 de noviembre de 2011.

(12) Rumanía respondió a las observaciones adicionales presentadas por cartas de 30 de julio, 2 de septiembre, 12 y 26 de octubre y 23 de noviembre de 2010 y 7 de diciembre de 2011. También presentó información adicional sobre el asunto por cartas de 29 de marzo, 14 de abril, 27 de julio y 9 y 21 de septiembre de 2011.

(13) Tras la Decisión de incoación, se celebraron varias reuniones en Bruselas entre los servicios de la Comisión y las autoridades rumanas: el 30 de junio y 15 de julio de 2010 y los días 19 de mayo y 12 de septiembre de 2011. Los servicios de la Comisión se reunieron también en varias ocasiones con la denunciante PCC.

(14) Por carta de 22 de junio de 2011, las autoridades rumanas retiraron su notificación de 17 de julio de 2009 por lo que se refiere a la garantía del Estado para el préstamo de 424 millones EUR. También informaron a la Comisión de que mantenían su notificación por lo que se refiere a la capitalización de la deuda.

(15) El 10 de agosto de 2011, el Gobierno rumano aprobó un memorando por el que se habilitaba a los representantes del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, AVAS ([5]) y Oltchim a adoptar un convenio de Derecho privado entre AVAS y Oltchim por el que la empresa reconoce los intereses devengados por la deuda pública desde el 1 de enero de 2007.

(16) Por carta de 9 de septiembre de 2011, las autoridades rumanas anunciaron que Oltchim y AVAS tenían la intención de celebrar el citado convenio de Derecho privado, y que AVAS capitalizaría además los intereses devengados, junto con el principal de la deuda.

(17) Por carta de 21 de octubre de 2011, Emil Boc, Primer Ministro rumano, transmitió el compromiso firme de su Gobierno de privatizar Oltchim en su totalidad, incluida toda la participación que correspondía a las autoridades públicas después de la capitalización de la deuda. La privatización iba a anunciarse a finales de marzo de 2012 y debía estar concluida para finales de mayo de 2012. Por carta de 16 de febrero de 2012, Mihai-Răzvan Ungureanu, el nuevo Primer Ministro rumano, reiteró estos compromisos.

(18) Rumanía presentó observaciones e información adicional por cartas de 12 de octubre y 23 de diciembre de 2011.

(19) Las cartas mencionadas en los considerandos 17 y 18 muestran que Rumanía modificó la notificación de la medida 1 en el sentido de que la capitalización de la deuda con las autoridades públicas por importe de 538 millones RON iría seguida de la privatización de la participación resultante en Oltchim, y de que la capitalización debía evaluarse teniendo presente la posterior privatización.

II. **ANTECEDENTES DEL ASUNTO**

II.1. **La empresa**

(20) Oltchim es una gran empresa petroquímica rumana que fabrica PVC, sosa cáustica, cloro, DOP y polialcoholes de poliéter. El producto principal de la empresa es el PVC (actualmente, alrededor del 37,5 % de su producción total), con una cuota de mercado en la UE del 2,1 % en 2008 ([6]). Oltchim es una de las mayores empresas petroquímicas de Rumanía y del sureste de Europa y fabrica 78 tipos de 40 productos químicos básicos. La empresa exporta aproximadamente el 80 % de su producción dentro y fuera de Europa.

([5]) Agencia rumana de privatizaciones. Véase la nota a pie de página 10.

([6]) Las cifras son de Oltchim.

(21) Oltchim es el principal empresario industrial en Vâlcea, una región rumana asistida a tenor del artículo 107, apartado 3, letra a), del TFUE. A 15 de octubre de 2011, daba empleo a 3 470 trabajadores ([7]). Debido a la difícil situación financiera actual, la empresa despidió temporalmente a 1 000 trabajadores en diciembre de 2011 y a otros 993 trabajadores en enero de 2012 ([8]).

(22) La empresa empezó a funcionar en 1966, fue reorganizada en 1990 y cotiza en la Bolsa rumana desde 1997. El Estado rumano (actualmente a través del Ministerio de Economía) mantiene una participación de control en la empresa del 54,8 %. El principal accionista minoritario es PCC, que es también la denunciante en el presente procedimiento y además propietario de Rokita SA, un competidor polaco de Oltchim, con una participación del 18,31 %. El resto de las acciones de la compañía son propiedad de Nachbar Services Ltd (14,02 %), varios particulares (11,04 %) y otras personas jurídicas (1,81 %).

II.2. **Hechos anteriores a la adhesión de Rumanía a la UE**

II.2.1 *Origen de la deuda pública*

(23) Desde 1992 hasta 2008, Oltchim invirtió un total de aproximadamente 371 millones EUR en la modernización de su cadena de producción (de los cuales, 118,8 millones EUR se invirtieron en 2007/2008). En relación con algunas de estas inversiones, Oltchim contrajo entre 1995 y 2000 12 préstamos comerciales que ascendían en total a unos 171 millones DEM más 60 millones USD. Los préstamos estaban avalados por garantías del Estado, emitidas por el Ministerio de Hacienda.

(24) Como Oltchim no pudo devolver los préstamos, los bancos ejecutaron las garantías del Estado a partir de noviembre de 1999.

(25) Desde 1999 hasta 2002, el Ministerio de Hacienda efectuó pagos por las garantías ejecutadas. El Ministerio cobró intereses e impuso sanciones substanciales por las cantidades que había pagado como consecuencia de las garantías del Estado ejecutadas entre 1999 y 2002, que fluctuaban entre un 0,15 % y 0,3 % diario, es decir, del 54 % al 110 % anual ([9]).

(26) Para junio de 2002, la deuda acumulada de Oltchim con el Ministerio de Hacienda debido a las garantías del Estado, más los intereses y sanciones correspondientes, ascendía a 303 millones RON (aproximadamente, 72 millones EUR). En esa fecha, esta cantidad fue transferida del Ministerio de Hacienda a la Agencia rumana encargada del cobro de la deuda pública, AVAS ([10]), y fue consolidada en USD con el fin de preservar el valor de la deuda en el entorno hiperinflacionario, de lo que resultó un importe de 91 millones USD.

(27) Según la legislación rumana (GEO 51/1998), AVAS no tenía un mandato específico para aplicar intereses y sanciones sobre la deuda pública que estaba encargada de recuperar de las empresas deudoras.

II.2.2 *La conversión de la deuda de 2003*

(28) El primer intento de privatizar la empresa tuvo lugar en 2001, cuando AVAS negoció y firmó con Exall Resources un acuerdo de venta de la participación del Estado en la empresa. El acuerdo de venta fue cancelado porque el comprador no podía cumplir sus obligaciones de pago ni garantizar las inversiones tecnológicas/medioambientales para la empresa.

(29) El segundo intento de privatizar Oltchim se produjo en octubre de 2003, cuando la Agencia rumana de privatizaciones APAPS publicó un anuncio para la venta de la participación del Estado. Los inversores potenciales fueron informados de que la deuda pública se capitalizaría, con el fin de hacer la compañía más atractiva para los inversores potenciales.

(30) Sin embargo, como un inversor potencial (Rompetrol) y los accionistas minoritarios llevaron ante los tribunales rumanos la conversión de la deuda de 2003, a principios de noviembre de 2003 se canceló la oferta de privatización. A pesar de eso, en noviembre de 2003 la deuda de 95 millones USD de AVAS (es decir, los 91 millones USD transferidos, más otros pagos realizados por el Ministerio de Hacienda en aplicación de las garantías y transferidos a AVAS desde junio de 2002), que ascendía a 322 millones RON, se capitalizó por decisión de la Junta General de Accionistas de Oltchim (en la que los representantes del Estado tenían mayoría de votos). La participación pública en Oltchim pasó por tanto del 53,26 % al 95,73 %.

(31) En noviembre de 2005, un tribunal de lo mercantil de Vâlcea anuló la decisión sobre la conversión de la deuda de la Junta General de Accionistas de Oltchim, alegando que se había llevado a cabo sin dar a los accionistas minoritarios la posibilidad de que ellos también participaran en la ampliación de capital.

([7]) Perfil empresarial de Oltchim en la Bolsa de Bucarest, véase http://investing.businessweek.com/research/stocks/snapshot/snapshot.asp?ticker=OLT:RO.

([8]) Puede consultarse la información en el sitio web de Oltchim: www.oltchim.ro.

([9]) Teniendo en cuenta que la divisa rumana en circulación en aquel momento, el ROL, sufría hiperinflación.

([10]) Al final, en aquel momento, la deuda se transfirió a la Agencia rumana «AVAB» (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Bancare* – organismo responsable del cobro de activos bancarios), que en mayo de 2004 se fusionó con la Agencia de privatizaciones APAPS (organismo responsable de la privatización y gestión de propiedades estatales) y pasó a llamarse AVAS (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului* – organismo responsable del cobro de activos estatales). Con el fin de simplificar, en la presente Decisión nos referiremos a AVAS y AVAB como «AVAS».

(32) En junio de 2006, el Gobierno rumano dictó un Decreto de urgencia ([11]) por el que se habilitaba a los representantes del Estado en la Junta General de Accionistas de Oltchim para que votaran que no se recurriera la sentencia judicial que había anulado la primera conversión de la deuda y para que tomaran las medidas necesarias para anular la conversión. La decisión judicial por la que se anulaba la conversión de la deuda se hizo firme en agosto de 2006. La deuda resultante de la anulación de la conversión de la deuda volvió a consignarse en la contabilidad a su valor histórico de 95 millones USD, que equivalía a 317 millones RON.

II.2.3 *Deuda acumulada con posterioridad*

(33) Después de la primera transferencia de la deuda a AVAS en junio de 2002, entre esa fecha y diciembre de 2006 el Ministerio de Hacienda siguió haciendo pagos en concepto de las garantías del Estado que se habían ejecutado en noviembre de 1999. Entre 2003 y 2006, cuando la conversión de la deuda de 2003 todavía estaba vigente, la suma total de pagos extra efectuados por el Ministerio de Hacienda por las garantías ejecutadas ascendía a 191 millones RON. En aplicación del convenio celebrado en junio de 2002 entre el Ministerio de Hacienda y AVAS para la transferencia de la deuda pública, el Ministerio de Hacienda transfirió también a AVAS todos estos créditos, en plazos sucesivos que iban a la par que los pagos realmente efectuados por las garantías. AVAS también consolidó estos créditos en USD, con lo que en 2006 ascendían a 60 millones USD.

(34) Por tanto, a 1 de enero de 2007, fecha de la adhesión de Rumanía a la UE, la deuda total de Oltchim con AVAS ascendía a 60 millones USD ([12]).

II.3. **Hechos posteriores a la adhesión de Rumanía a la UE**

II.3.1 *Evolución de la deuda*

(35) Desde el 1 de enero de 2007, todos los pagos relativos a los préstamos externos los ha efectuado Oltchim. El Ministerio de Hacienda ya no ha hecho más pagos en virtud de las garantías del Estado.

(36) En noviembre de 2007, el importe de la anulación de la conversión de la deuda de 95 millones USD se consignó en la contabilidad de Oltchim y se añadió a los 60 millones USD vinculados a los pagos posteriores, resultando así una deuda pública total de 155 millones USD (508 millones RON). Esta deuda pública de 155 millones USD figura en la contabilidad de Oltchim en RON (es decir, 508 millones RON). Esta deuda expresada en USD figura desde entonces en la contabilidad de Oltchim en RON y el importe se ha mantenido sin cambios en la divisa rumana porque, en cada nuevo periodo de declaración, la empresa consignó en el balance el valor histórico en RON ([13]), que siempre era superior al valor entonces aplicable, puesto que, con el tiempo, el RON se fue apreciando con respecto al USD.

(37) Como excepción a la norma general prevista por la GEO 51/1998 (véase el considerando (27)), basada en el artículo 2, apartado 2, del Decreto de urgencia del Gobierno 45/2006 (en lo sucesivo: «GEO 45/2006»), en 2007 AVAS cobró intereses por valor de 29,9 millones RON, a tipo LIBOR ([14]) a un año para depósitos en USD, por los créditos de Oltchim que le había transferido el Ministerio de Hacienda sujetos a la conversión de la deuda de 2003, para el periodo 2003-2006.

(38) Por consiguiente, a partir de noviembre de 2007, la cantidad total que adeudaba Oltchim a AVAS ascendía a 155 millones USD (508 millones RON) más 29 millones RON, es decir, un total de 538 millones RON. En lo sucesivo, la presente Decisión se referirá a la deuda en RON puesto que la conversión de la deuda notificada también estaba expresada en RON.

II.3.2 *Segunda conversión de la deuda*

(39) En enero de 2007, el Parlamento rumano ratificó mediante la Ley 30/2007 la GEO 45/2006, que autorizaba a AVAS a anular la primera conversión de la deuda y le daba un mandato para que ejecutara la segunda, respetando esta vez además los derechos prioritarios de los accionistas minoritarios.

(40) A este segundo intento de capitalizar la deuda se opuso, sin embargo, el nuevo accionista minoritario principal, PCC, que se negó a participar en la operación.

(41) PCC adquirió por 7,5 millones EUR una participación en Oltchim del 1,2 % en mayo de 2007, es decir, con posterioridad a la fecha en la que la sentencia del tribunal nacional que anulaba la primera conversión de la deuda se hiciera firme, al no recurrir ni Oltchim ni las autoridades rumanas. Cuando se revocó la conversión de la deuda en la contabilidad de la empresa, la participación de PCC del 1,2 % pasó a ser del 12 % ([15]).

([11]) Decreto de urgencia del Gobierno nº 45/2006.

([12]) Como se explica en el considerando 26 la cantidad de 95 millones USD resultante de la anulación de la conversión de la deuda no se consignó en la contabilidad de Oltchim hasta 2007.

([13]) El RON sustituyó al ROL el 1 de julio de 2005; 1 RON equivale a 10 000 ROL.

([14]) Tipo de interés interbancario de Londres.

([15]) En mayo de 2011, PCC compró en Bolsa una participación del 3,6 % por 2,6 millones EUR. En junio de 2011, PCC SE celebró una alianza con el fondo de inversiones del Reino Unido Carlson Ventures Ltd, que también había adquirido en Bolsa acciones de Oltchim. Entre los dos, PCC y Carlson Ventures poseen ahora el 32 % de Oltchim.

(42) En abril de 2008, PCC presentó una denuncia a la Comisión, alegando que la conversión de la deuda implicaba ayuda estatal incompatible (véase el considerando 2).

(43) Para garantizar el cumplimiento del artículo 108, apartado 3, del TFUE, las autoridades rumanas decidieron solicitar a la Comisión la autorización de la ayuda estatal antes de realizar la segunda conversión de la deuda y notificaron la medida.

II.4. **Situación actual de Oltchim**

(44) Las autoridades rumanas sostienen que, después de la anulación de la conversión de la deuda de 2003, volvieron a intentar privatizar la empresa con la deuda, en 2006 y en 2008, respectivamente. Según dichas autoridades, ningún inversor estuvo interesado en comprarla en esas condiciones.

(45) Por otra parte, según las autoridades rumanas, desde 2008 la empresa se ha enfrentado a los siguientes desafíos: i) la interrupción del suministro de materias prima clave por parte de Arpechim, su principal proveedor; ii) el impacto negativo sobre el valor de los activos netos de la empresa causado por la reintroducción de una deuda importante después de anular la conversión de la deuda de 2003 en noviembre de 2007; iii) la capitalización insuficiente de la empresa, debida también a la anulación de la conversión de la deuda; y, por último, iv) los efectos de la crisis económica y financiera global.

(46) En el ejercicio financiero de 2008, Oltchim registró una pérdida de explotación de 71 millones RON (17 millones EUR), una pérdida neta de 226 millones RON (54 millones EUR) y las pérdidas acumuladas ascendieron a 1 367 millones RON (325 millones EUR). Tras el cierre de Arpechim, el principal proveedor de etileno, en noviembre de 2008, la empresa funcionó al 45 % de su capacidad y aproximadamente un tercio del personal fue despedido temporalmente.

(47) A finales de 2008, las acciones de Oltchim que poseía entonces AVAS se transfirieron a la cartera del Ministerio de Economía.

(48) En diciembre de 2009, Oltchim adquirió los activos (la planta de etileno) de su anterior proveedor, Arpechim, por [0]-[10] EUR (*) y pagó por sus existencias [10]-[20] millones EUR. Según las autoridades rumanas, la adquisición fue financiada con anticipos de los clientes. Arpechim reanudó su actividad en mayo de 2011.

(49) A 31 de diciembre de 2009, las cuentas financieras de Oltchim para 2009 arrojaban una pérdida de explotación de 26 millones EUR (109 millones RON), una pérdida neta de 52,4 millones EUR (220 millones RON), pérdidas acumuladas de 377 millones EUR (1 584 millones RON) y fondos propios negativos por un importe de 112 millones EUR (469 millones RON).

(50) A 31 de diciembre de 2010, las cuentas financieras de Oltchim arrojaban un beneficio de explotación de 56 millones EUR, un beneficio neto de 32 millones EUR (220 millones RON) y pérdidas acumuladas de 383 millones EUR. El resultado operativo y neto positivo se debió a que los activos de Arpechim adquiridos por [0]-[10] EUR se revalorizaron hasta [80]-[100] millones EUR, y la diferencia se asentó en la contabilidad como «ganancia procedente de una compra en condiciones muy ventajosas».

(51) El 30 de junio de 2011, las cuentas financieras semestrales de Oltchim ([16]) arrojaban una pérdida de explotación de 7,4 millones EUR y una pérdida neta de 17,4 millones EUR, pérdidas acumuladas de 401 millones EUR y fondos propios negativos por importe de 358 millones EUR (sin tener en cuenta la deuda con AVAS).

III. **LA DECISIÓN DE INCOACIÓN**

(52) El 15 de septiembre de 2009, la Comisión incoó un procedimiento de investigación formal relativo a las dos medidas de apoyo en favor de Oltchim notificadas por Rumanía en julio de 2009:

— medida 1: una conversión de la deuda por un total de 538 millones RON (aproximadamente 128 millones EUR); y

— medida 2: una «garantía de accionista» que cubre el 80 % de un préstamo comercial de 424 millones EUR para otras inversiones en modernización. (Rumanía retiró su notificación con respecto a la medida 2 por carta de 22 de junio de 2011).

(53) La Comisión se planteaba si, contrariamente a los argumentos de Rumanía, el paquete de apoyo notificado confería una ventaja indebida a la empresa y constituía ayuda estatal a tenor del artículo 107, apartado 1, del TFUE.

(54) Además, la Decisión de incoación señalaba como otra posible ayuda estatal el hecho de que, desde el 1 de enero de 2007, el Estado no hubiera cobrado intereses o impuesto sanciones por la deuda pública pendiente (la «medida 3»).

(55) Por último, la Comisión tenía dudas sobre si las medidas podían considerarse compatibles con el TFUE con arreglo a las normas sobre ayudas estatales pertinentes si se considerara que implicaban ayuda estatal.

(*) Información confidencial.

([16]) Las cifras en las cuentas provisionales de 30 de junio de 2011 se indicaban en EUR.

IV. **OBSERVACIONES DE RUMANÍA SOBRE LA DECISIÓN DE INCOACIÓN**

(56) En su respuesta a la Decisión de incoación, las autoridades rumanas alegaban que ninguna de las tres medidas constituía ayuda estatal a tenor del artículo 107, apartado 1, del TFUE, puesto que la actuación del Estado rumano era coherente con los principios de mercado.

(57) En particular, Rumanía insistía en que las medidas notificadas (la conversión de la deuda y la garantía de accionista) habrían garantizado el restablecimiento de la viabilidad de Oltchim al solucionar el problema de su insuficiente capitalización y aportar los fondos necesarios para su estrategia de crecimiento. Además Rumanía hizo hincapié en que la Comisión debía tomar en cuenta el doble papel del Estado como accionista y acreedor de Oltchim.

(58) Por último, Rumanía sostenía que la medida 3 no constituía ayuda estatal puesto que la actuación del Estado por lo que se refiere a la no ejecución de la deuda pasada atañía estrictamente a la conversión de la deuda prevista y que, por lo que se refiere a esa deuda, las autoridades rumanas habían actuado de forma coherente con lo que hubiera hecho un operador en el mercado en una situación similar.

V. **OBSERVACIONES DE TERCEROS**

(59) En sus observaciones relativas a la Decisión de incoación de 26 de enero de 2010, Vestolit expresó su preocupación por el paquete de apoyo estatal notificado por Rumanía en julio de 2009. Vestolit se considera competidor de Oltchim, puesto que los dos se dedican a la fabricación de PVC. Según Vestolit, ningún inversor privado habría apoyado un programa de inversión destinado exclusivamente a la compra y renovación de la obsoleta planta de etileno de Arpechim.

(60) En su carta de 21 de enero de 2010, Ineos sostenía que, basándose en la información de la Decisión de incoación, Oltchim parecía una empresa en crisis y, por lo tanto, las medidas de apoyo que iba a adoptar el Estado rumano en su favor era improbable que las hubiera adoptado un inversor privado. Ineos llamaba también la atención sobre el hecho de que el mercado europeo de PVC se caracteriza por un exceso de capacidad considerable y, por consiguiente, cualquier ayuda potencial a uno de los operadores del mercado probablemente produzca importantes falseamientos.

(61) Las observaciones formuladas por Firebird el 28 de mayo de 2010 son de contenido similar a las formuladas por los interesados antes mencionados.

(62) Por carta de 28 de enero de 2010, otro competidor de Oltchim, la Parte anónima I, también formuló observaciones del mismo tenor que las de Vestolit e Ineos. Destaca además que una ayuda de funcionamiento no puede considerarse compatible con el TFUE, y no parece haber otros motivos de compatibilidad en el caso de Oltchim.

(63) Por carta de 27 de enero de 2010, la Parte anónima II consideraba que todas las medidas de apoyo señaladas en la Decisión de incoación constituyen ayuda estatal incompatible. La Parte anónima II sostenía además que:

(a) las garantías del Estado otorgadas a Oltchim entre 1995 y 2000 siguieron vigentes después de la adhesión de Rumanía a la UE, en concreto hasta el 31 de octubre de 2009, y, por consiguiente, deben considerarse nueva ayuda a partir de la fecha de adhesión;

(b) las dificultades a las que se ha enfrentado Oltchim desde la ejecución de las garantías del Estado en noviembre de 1999 se deben a problemas estructurales de la empresa (gestión deficiente, errores en la elección de estrategias empresariales, falta de una reestructuración real y efectiva);

(c) la adquisición de Arpechim es contraria a los intereses empresariales de Oltchim y no producirá beneficios en el futuro;

(d) los pagos posteriores efectuados por el Ministerio de Hacienda desde junio de 2002 a diciembre de 2006 sobre la base de las garantías del Estado ejecutadas muestran que Oltchim tuvo problemas durante todo ese periodo;

(e) Rumanía intentó realmente privatizar la empresa una única vez, en 2001, y los sucesivos intentos de privatización «fallidos» de 2003 y 2006 no fueron más que una estrategia para no ejecutar la deuda pública;

(f) el plan empresarial subyacente al paquete de apoyo notificado en julio de 2009 no era creíble, especialmente por lo que se refiere al análisis de sensibilidad y a las perspectivas de rentabilidad de la inversión;

(g) el Estado habría incurrido en serias pérdidas al apoyar un programa de inversión de esa magnitud puesto que los ingresos esperados de la privatización de Oltchim no hubieran cubierto los costes de las medidas de apoyo;

(h) habida cuenta de que las medidas notificadas implicaban ayuda estatal, Rumanía debería haber propuesto un plan de reestructuración para Oltchim que permitiera evaluar la compatibilidad de la ayuda con arreglo a las Directrices de salvamento y de reestructuración ([17]).

([17]) Directrices comunitarias sobre ayudas estatales de salvamento y de reestructuración de empresas en crisis (DO C 244 de 1.10.2004, p. 2).

(64) En una fase posterior del procedimiento, PCC llamó la atención de la Comisión sobre el hecho de que en junio de 2010 la agencia rumana de protección del medio ambiente había impuesto una multa de 14,34 millones EUR a Oltchim por presentar con retraso los certificados de CO_2 para el año 2009 ([18]). En opinión de PCC, la posible no ejecución de la multa implicaba otra ayuda estatal a la empresa. La carta de Firebird de 8 de julio de 2010 también planteaba la cuestión de la multa de medio ambiente.

(65) En octubre de 2010 y octubre de 2011, PCC también informó a la Comisión de que el operador de electricidad estatal SC Electrica SA (en lo sucesivo: «Electrica») y otros acreedores de propiedad pública (Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea, un proveedor de solución salina y caliza; y SC CET Govora SA, un proveedor de vapor industrial) habían reescalonado sustancialmente sus créditos con Oltchim.

VI. OBSERVACIONES DE RUMANÍA SOBRE LAS OBSERVACIONES DE TERCEROS

(66) En su respuesta de 8 de abril de 2010 a las observaciones de terceros, Rumanía hace amplia referencia a la notificación y a sus observaciones anteriores formuladas en respuesta a la Decisión de incoación.

(67) En particular, Rumanía sostiene que, contrariamente a lo que alega uno de los terceros interesados, la adquisición y renovación de los activos petroquímicos de Arpechim incluye toda la reestructuración necesaria y es esencial para la viabilidad a largo plazo de la empresa y que puede esperarse que la explotación de la plataforma integrada de la unidad petroquímica Oltchim-Arpechim genere beneficios.

(68) Rumanía insiste además en sus argumentos de que las medidas tomadas para la ejecución de los créditos contra Oltchim no otorgó ninguna ventaja a esta última. Por último, Rumanía reiteró también su intención de privatizar Oltchim.

VII. RETIRADA DE LA NOTIFICACIÓN POR LO QUE RESPECTA A LA GARANTÍA DEL ESTADO (MEDIDA 2)

(69) De conformidad con el artículo 8 del Reglamento (CE) nº 659/1999 del Consejo, de 22 de marzo de 1999, por el que se establecen disposiciones de aplicación del artículo 93 del Tratado CE ([19]), un Estado miembro podrá retirar la notificación después de la incoación del procedimiento de investigación formal a su debido tiempo antes de que la Comisión haya adoptado una decisión sobre el carácter de ayuda de la medida notificada. En tal caso, la Comisión concluirá el procedimiento con una decisión por la que se declare el asunto sin objeto.

(70) Las autoridades rumanas han retirado la notificación por lo que respecta a la garantía del Estado (que cubre el 80 % de un préstamo de hasta 424 millones EUR). Así pues, por lo que se refiere a la medida 2, la investigación de la Comisión queda sin objeto.

VIII. POSTURA DE RUMANÍA TRAS LA RETIRADA DE LA MEDIDA 2

VIII.1. Modificación de la medida 1 – Intención de Rumanía de privatizar

(71) En febrero de 2011, se solicitó un programa conjunto de ayuda financiera con carácter preventivo de la UE y el Fondo Monetario International (en lo sucesivo: «FMI») para relanzar el crecimiento económico de Rumanía, con especial énfasis en las reformas estructurales, mejorando a la vez la sostenibilidad fiscal y consolidando la estabilidad financiera. En mayo de 2011, el Consejo adoptó una Decisión ([20]) para poner a disposición de Rumanía una ayuda financiera a medio plazo con carácter preventivo de hasta 1 400 millones EUR. En marzo de 2011, el FMI aprobó un nuevo Acuerdo de derechos de giro de carácter preventivo ([21]) para Rumanía. En virtud de dicho Acuerdo, el IMF pone a disposición de Rumanía 3 090,6 millones de derechos especiales de giro (DEG) (3 500 millones EUR) de ayuda financiera durante los próximos dos años. La financiación está supeditada a que Rumanía alcance una serie de objetivos para reducir el déficit presupuestario, especificados en una carta de intenciones presentada por las autoridades rumanas y que se reflejan en un memorando técnico de entendimiento (MTdE). Los objetivos del MtdE incluyen *inter alia* la reducción de pagos atrasados y de pérdidas de las empresas estatales. En la carta de intenciones y el MtdE de 2 de diciembre de 2011 ([22]), Rumanía se comprometía a anunciar la licitación para la privatización de Oltchim para finales de abril de 2012.

(72) A esto siguieron varias declaraciones públicas de las autoridades rumanas realizadas durante 2011 en las que se expresaba la intención del Gobierno rumano de privatizar Oltchim.

(73) Rumanía declaró también su compromiso de privatizar Oltchim ante la Comisión. Más concretamente, por carta de 21 de octubre de 2011 dirigida al Vicepresidente Joaquín Almunia, el Primer Ministro rumano Emil Boc declaraba que Rumanía se comprometía a privatizar Oltchim totalmente (incluido el paquete de acciones sujeto a la conversión de la deuda) para mayo de 2012. Tras el nombramiento de un nuevo Gobierno en Rumanía el 9 de febrero de 2012, el nuevo Primer Ministro, Mihai Răzvan Ungureanu, reiteró este compromiso por carta de 16 de febrero de 2012.

([18]) Según la Decisión gubernamental 780/2006, por la que se aplica la Directiva 2003/87 del Consejo, los operadores deben enviar los certificados de CO_2 correspondientes al año anterior a más tardar el 30 de abril. No presentar los certificados a tiempo se sanciona con multa.

([19]) DO L 83 de 27.3.1999, p. 1.

([20]) Decisión del Consejo 2011/288/UE (DO L 132 de 19.5.2011, p. 15).

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

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

(74) Por consiguiente, habida cuenta de sus limitaciones presupuestarias, Rumanía no tiene intención de seguir siendo propietaria de Oltchim y de financiar las inversiones necesarias mediante una garantía del Estado, sino que pretende vender su participación en Oltchim.

VIII.2. **Evolución por lo que se refiere a la medida 3 – el acuerdo sobre los intereses**

(75) Por carta de 9 de septiembre de 2011, las autoridades rumanas informaron a la Comisión de su intención de cobrar intereses por la deuda con AVAS por importe de 538 millones RON a partir del 1 de enero de 2007. Rumanía explicó también que esto se llevaría a cabo dentro de un acuerdo-convenio sobre la deuda entre AVAS y Oltchim por el que la empresa reconocería los intereses adeudados. En la misma carta, las autoridades rumanas indicaban que los intereses así acumulados también se capitalizarían, junto con el principal de la deuda pública, como se notificó en la medida 1.

(76) Por carta de 23 de diciembre de 2011, las autoridades rumanas facilitaron una copia del acuerdo de Derecho privado entre AVAS y Oltchim por el que la empresa reconocía los intereses devengados por la deuda pública desde el 1 de enero de 2007 hasta el 31 de diciembre de 2011 por un total de 511 millones RON. Las autoridades rumanas explicaron que el interés se calculó sobre una base compuesta, utilizando como intereses de demora para los periodos correspondientes los tipos de interés más elevados cobrados por los bancos comerciales por los préstamos concedidos efectivamente a la empresa desde el 1 de enero de 2007 y utilizando los tipos de referencia y de actualización aplicables de la Comisión. Este planteamiento dio los siguientes tipos de interés e interés acumulado aplicables a la deuda con AVAS:

Cuadro 1

Desglose de los intereses cobrados por AVAS desde 2007 hasta 2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Tipo de interés aplicable	1.1-30.6 -> 11,17 % 1.7-31.12 -> 10,24 %	14,86 %	18,85 %	14,00 %	13,22 %
Importe de los intereses (redondeado a **millones RON**)	58	87	129	114	123
					Intereses totales sobre la deuda con AVAS desde 2007: 511 millones RON

(77) En la misma correspondencia, las autoridades rumanas declaraban también que iban a iniciarse los preparativos para la ejecución de la conversión de la deuda con AVAS por importe de 538 millones RON, más los intereses acumulados sobre la misma, con el fin de cumplir el calendario previsto para la privatización.

VIII.3. **Argumentos de Rumanía, teniendo presente la intención de privatizar**

(78) Como se ha explicado anteriormente, las autoridades rumanas retiraron la medida 2 (véase la sección VII). Tras la retirada de la notificación por lo que respecta a la garantía del Estado, las autoridades rumanas alegaron que la actual medida 1, es decir, la capitalización de la deuda con AVAS por importe de 538 millones RON, más el interés devengado sobre la deuda de AVAS desde el 1 de enero de 2007 hasta el 31 de diciembre de 2011, por importe de 511 millones RON más, no constituía ayuda estatal a tenor del artículo 107, apartado 1, del TFUE. Rumanía sostenía que la medida se ajustaba al mercado y, por tanto, no otorgaba una ventaja a Oltchim. Más concretamente, las autoridades rumanas sostenían que para el acreedor AVAS era más ventajoso capitalizar la totalidad de la deuda y vender la totalidad de su participación en la empresa a corto plazo que ejecutar la deuda, puesto que el valor de mercado de la participación resultante de AVAS en la empresa tras la conversión de la deuda era superior a la cantidad que habría obtenido AVAS de la liquidación de la empresa.

(79) Rumanía presentó un informe de consultoría elaborado por Raiffeisen Capital & Investment SA (en lo sucesivo: «el informe de consultoría») para demostrar que la mejor estrategia del Estado para maximizar su rentabilidad era efectuar la capitalización de la deuda seguida de la venta a corto plazo de paquetes combinados de acciones.

(80) El informe de consultoría examina, por unta parte, el valor de la deuda de AVAS en una hipótesis de liquidación y, por otra, su valor en una hipótesis de conversión de la deuda + privatización.

(81) La evaluación de la liquidación se basa en dos informes de liquidación (un informe anterior de liquidación de Raiffeisen de febrero de 2011, y otro informe de liquidación de la consultora independiente Romcontrol SA Bucharest, de marzo de 2011). El resultado para el Estado de un supuesto de conversión de la deuda + privatización se estimaba sobre la base del método del valor de empresa, que es uno de los sistemas fundamentales de medición utilizado para valorar negocios. (En la sección IX.3.3 figura una descripción detallada de los métodos utilizados y de los resultados de la valoración, así como la evaluación crítica de la Comisión.)

(82) El informe concluye que capitalizar totalmente la deuda posibilitaría un proceso de privatización más sencillo y rápido para la empresa y que el resultado financiero de esta opción es mejor que si AVAS liquidara la empresa.

IX. EVALUACIÓN

IX.1. Aspectos generales

(83) Para determinar si las medidas investigadas constituyen ayuda estatal, la Comisión debe evaluar si cumplen las condiciones acumulativas del artículo 107, apartado 1, del TFUE. Dicho artículo prevé que «[s]alvo que los Tratados dispongan otra cosa, serán incompatibles con el mercado interior, en la medida en que afecten a los intercambios comerciales entre Estados miembros, las ayudas otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales, bajo cualquier forma, que falseen o amenacen falsear la competencia, favoreciendo a determinadas empresas o producciones.».

(84) La Comisión señala que, habida cuenta de la retirada de la notificación por lo que respecta a la medida 2 (véase la sección VII), la siguiente evaluación se refiere únicamente a las medidas 1 y 3. La medida 1 ha sido modificada, puesto que Rumanía ha vinculado la capitalización de la deuda con la privatización de Oltchim. La evaluación de esta última medida se realiza, por tanto, en el supuesto de que la participación en acciones de la empresa que poseerá AVAS después de la conversión se venda inmediatamente a un inversor privado en un proceso de venta equitativo, abierto y transparente, con el que se busque obtener los máximos beneficios para AVAS.

(85) Además, la Comisión considera que la cuestión de si el acreedor AVAS otorgó alguna ventaja indebida a Oltchim en el trato que dio a la deuda con posterioridad al 1 de enero de 2007 debe evaluarse en el contexto de la GEO 51/1998 (véase el considerando (27) y la Ley 30/2007 que habilita a AVAS a volver a efectuar la conversión de la deuda, de la notificación a la Comisión de la conversión de la deuda – identificada como medida 1 en la Decisión de incoación – y de la modificación de la medida 1 como consecuencia de las dudas planteadas por la Comisión y las limitaciones impuestas por el programa UE/FMI.

(86) Por otra parte, la Comisión señala que la intención de privatizar la empresa en su totalidad antes de finales de mayo de 2012, como comunicaron las autoridades rumanas en su carta de 21 de octubre de 2011 y confirmó en su carta de 16 de febrero de 2012 el Primer Ministro Ungureanu, se considera parte integrante de la medida 1.

(87) En cuanto a la multa de medio ambiente, por una parte, y las deudas pendientes de la empresa con Electrica SA, Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea, y SC CET Govora SA, por otra, la Comisión señala que esas presuntas medidas no formaban parte de la Decisión de incoación. Por consiguiente, no pueden formar parte de la presente Decisión. La Comisión informará a la denunciante a su debido tiempo del curso dado a dichas alegaciones sobre la base del artículo 10 del Reglamento (CE) nº 659/1999.

IX.2. Competencias de la Comisión antes de la adhesión

(88) Como se indica en la sección V, la Parte Anónima II alegó que algunas de las garantías del Estado otorgadas a Oltchim entre 1995 y 2000 siguieron vigentes después de la adhesión de Rumanía a la UE, en concreto hasta el 31 de octubre de 2009, y, por consiguiente, deben considerarse nueva ayuda a partir de la fecha de adhesión. Por tanto, la Comisión debe evaluar la validez de ese argumento y sus posibles implicaciones para la evaluación de la medida notificada.

(89) Como norma general, el artículo 107, apartado 1, del TFUE solo es aplicable a partir de la fecha de adhesión. Una excepción a la norma general son las medidas que entraron en vigor antes de la adhesión y siguen siendo aplicables después de esta. En virtud del Tratado de Adhesión de 2005 entre Rumanía y la UE ([23]), las medidas aplicadas en Rumanía con anterioridad a la adhesión y aún vigentes con posterioridad a la misma (1 de enero de 2007), que puedan constituir ayudas públicas a tenor del artículo 107, apartado 1, del TFUE y no se consideren ayudas existentes a los efectos del Reglamento (CE) nº 659/1999 ([24]), serán consideradas, desde el momento de la adhesión, nuevas ayudas potenciales a efectos de la aplicación del artículo 108, apartado 3, del TFUE.

(90) El punto 2.1. del segundo apartado del anexo V del Acta de Adhesión de la República de Bulgaria y de Rumanía de 2005 ([25]), basado en el artículo 22 de dicha Acta de Adhesión, dispone que «todas las medidas que sigan siendo aplicables después de la adhesión que constituyan ayudas públicas y que no cumplan las condiciones arriba mencionadas serán consideradas, desde el momento de la adhesión, nuevas ayudas a efectos de la aplicación del apartado 3 del artículo 88 del Tratado CE».

(91) La citada disposición abarca por tanto las medidas aplicadas antes de la fecha de adhesión (1 de enero de 2007) que sigan siendo aplicables después de esa fecha. El concepto de «aplicable después de la fecha de adhesión» ha sido definido en una serie de decisiones ([26]) de la Comisión como un concepto que abarca regímenes y ayudas individuales que no están limitadas temporalmente o en las que la responsabilidad exacta del Estado no está

([23]) DO L 157 de 21.6.2005, p. 268.
([24]) DO L 83 de 27.3.1999, p. 1.
([25]) DO L 157 de 21.6.2005, p. 268.
([26]) Véase, por ejemplo, Decisión de la Comisión de 24.4.2007 en el asunto E 12/2005 Unlimited guarantee to Poczta Polska, DO C 284 de 27.11.2007, p. 2, Decisión de la Comisión de 18.7.2007 en el asunto C 27/2004 Agrobanka, DO L 67 de 11.3.2008, p. 3, Decisión de la Comisión de 28.1.2004 en el asunto CZ 14/2003, Česka Spořitelna, a.s., DO C 195 de 31.7.2004, p. 2, y Decisión de la Comisión de 3.3.2004 en el asunto CZ 58/2003, Evrobanka, a.s., DO C 115 de 30.4.2004, p. 40.

delimitada con precisión – en otras palabras, asuntos en los que la exposición exacta del Estado todavía no se conoce en la fecha de la adhesión. Habida cuenta de las consideraciones anteriores, debe determinarse si las garantías del Estado emitidas en favor de Oltchim durante todo el periodo entre 1995 y 2000 eran «aplicables después de la adhesión» en el sentido en que ha sido definido en la casuística citada. Para ello, debe verificarse si las garantías del Estado no estaban limitadas temporalmente o si la responsabilidad exacta del Estado no se conocía en la fecha de la adhesión.

(92) Habiendo examinado las condiciones en las que se emitieron las garantías del Estado en cuestión, la Comisión señala que estas garantías representaban medidas únicas, separadas e individuales, en las que el Estado respaldó a la empresa para conseguir préstamos específicos de importe y duración determinados. La fecha hasta la que eran válidas las garantías se estableció cuando fueron emitidas, puesto que las garantías estipulaban un periodo de validez hasta la expiración de los créditos subyacentes, definida con precisión en dichos créditos. Ese periodo de validez no se modificó posteriormente. Por consiguiente, en el momento de la adhesión su validez estaba de hecho limitada temporalmente y se había establecido en una fecha anterior a la adhesión, concretamente cuando se concluyó el acuerdo de préstamo. Por tanto, la Comisión debe tomar nota de que en el presente asunto no se cumple la primera de las condiciones en las que una medida dada será considerada «nueva ayuda» a partir de la fecha de adhesión, es decir, que no esté limitada temporalmente en la fecha de adhesión.

(93) En segundo lugar, la responsabilidad máxima del Estado estaba delimitada en el momento que se concedieron las garantías, puesto que las garantías cubren únicamente el préstamo específico para el que se concedieron. Por consiguiente, debe también concluirse que el segundo caso de «aplicabilidad después de la adhesión», la exposición desconocida del Estado a partir de la fecha de adhesión, tampoco es aplicable.

(94) Además, la Comisión también observa que las garantías del Estado se activaron antes de la fecha de adhesión. A partir de la fecha de su activación, el Estado se hizo responsable de la devolución del importe restante de los préstamos contraídos con su aval, y de hecho, asumió las obligaciones de la empresa por lo que se refiere a la devolución de los préstamos en cuestión, convirtiéndose en consecuencia en acreedor de Oltchim por los importes pagados a cuenta de las garantías. Como se indica en la sección II.2, los pagos efectuados a cuenta de las garantías activadas duraron hasta 2006. No se hicieron otros pagos por este concepto a partir de la fecha de adhesión, puesto que Oltchim pudo liquidar la parte restante de los préstamos.

(95) Por consiguiente, debe concluirse que las garantías del Estado concedidas a Oltchim entre 1995 y 2000 no pueden calificarse de nueva ayuda a tenor del punto 2.1. del segundo apartado del anexo V del Acta de Adhesión de Bulgaria y de Rumanía de 2005.

IX.3. **Existencia de ayuda: ventaja**

IX.3.1 *Prueba del acreedor privado*

(96) Rumanía alega que la medida notificada, consistente en capitalizar 1 049 millones RON de deuda pública con la intención de vender la participación pública total resultante poco después (antes de finales de mayo de 2012) no confiere ventajas indebidas a la empresa porque cualquier acreedor privado en una situación similar a la del acreedor público AVAS hubiera optado por ese método de recuperación de la deuda, en lugar de la liquidación de la empresa, que es menos ventajoso financieramente para el acreedor público.

(97) Para determinar si la medida notificada confiere ventajas indebidas a Oltchim, la Comisión debe evaluar si el acreedor público AVAS intentó la recuperación de la deuda pública con la misma diligencia que un acreedor privado que pretendiera maximizar la recuperación de lo que se le adeuda ([27]). Esta perspectiva tiene en cuenta el hecho de que, con la transferencia de la deuda pública a AVAS, la recuperación de la deuda la lleva a cabo una institución que no tiene otra relación con la empresa que la de un acreedor con su deudor. La evaluación no pasa por alto el hecho de que el Ministerio de Economía es el accionista público de Oltchim, sino que tiene en cuenta que el accionista público no desempeña un papel con respecto a la recuperación de la deuda pública, que está encomendada al acreedor AVAS. La Comisión señala, no obstante, que también deben evaluarse los efectos de la conversión de la deuda seguida de privatización para el accionista actual, es decir, el Ministerio de Economía, para llegar a una conclusión sobre si la conversión de la deuda propuesta seguida de una privatización es una solución más conveniente para el Estado desde el punto de vista financiero que la liquidación total de la empresa.

IX.3.2 *Recuperación de la deuda pública – Evaluación de la medida 3*

(98) En la Decisión de incoación, la Comisión consideró que podía haber un elemento adicional de ayuda estatal en el hecho de que el Estado no hubiera cobrado intereses o impuesto sanciones por demora en los pagos de la restante deuda pública de Oltchim después de la adhesión de Rumanía a la UE. Esa deuda pública se originaba de la activación de las garantías del Estado [véase la descripción en los considerandos 23-27 y la evaluación de las garantías del Estado en los considerandos 88-95]. En la Decisión de incoación, la Comisión consideró que el no acumular intereses o ejecutar la deuda pública otorgaba una ventaja a Oltchim, dado que la empresa dispuso de capital gratuitamente.

(99) Para evaluar si Rumanía actuó como un acreedor privado por lo que se refiere a la deuda pendiente resultante de la activación de las garantías del Estado, hay que evaluar la actuación del Estado rumano desde 2007 hasta la fecha, basándose en la información de que disponían las autoridades rumanas en cada momento.

([27]) Véase el asunto C-342/96 España/Comisión (Tubacex) Rec. 1999, p. I-2459, apartado 46, asunto T-152/99, HAMSA/Comisión, Rec. 2002, p. II-3049, apartado 167.

(100) En primer lugar, la Comisión señala que el hecho de no cobrar intereses e imponer sanciones desde 2007 y hasta la modificación de la notificación de la medida 1 deriva de GEO 51/1998 [véase el considerando (27)]. Debe considerarse también a la vista de la Ley 30/2007, que habilita a AVAS a volver a efectuar la conversión de la deuda. En aquel momento, las autoridades rumanas estaban considerando proseguir con las actividades de Oltchim y planeaban seguir invirtiendo, y no su liquidación.

(101) Por consiguiente, la Comisión necesita ante todo determinar si Rumanía, al decidir en 2007 efectuar la capitalización de la deuda, en lugar de intentar ejecutar la deuda o la liquidación de la empresa, actuó como un acreedor privado. A este respecto, la Comisión señala que Rumanía había seguido la estrategia de capitalizar la deuda con el fin de proseguir las actividades de Oltchim desde el primer intento (fallido) de hacerlo en 2003. La actuación de las autoridades rumanas a este respecto era, por tanto, coherente con su actuación anterior. Las reacciones del mercado a los anteriores intentos de privatización, así como las acciones judiciales de los accionistas minoritarios, mostraron que el mercado creía en la viabilidad fundamental del negocio de Oltchim.

(102) Por otra parte, la Comisión señala que Rumanía contaba también con un plan de negocio ([28]) para Oltchim que indicaba que la empresa era viable.

(103) Habida cuenta de estos elementos, la Comisión considera que era razonable que Rumanía, en su papel de acreedor, decidiera efectuar la capitalización de la deuda y aprobar una ley en ese sentido, que no contemplaba el cobro de intereses y sanciones por la deuda pendiente, puesto que la deuda en cualquier caso iba a ser capitalizada.

(104) Este análisis no se contradice con el hecho de que Rumanía, antes de efectuar la capitalización de la deuda, solicitara la autorización de la ayuda estatal. De hecho, al hacerlo, Rumanía se limitó a cumplir sus obligaciones en virtud del artículo 108, apartado 3, del TFUE. Dadas las dificultades que Rumanía había tenido con los accionistas minoritarios anteriormente, y que siguió teniendo para la aplicación de la Ley 30/2007, era perfectamente lógico que pidiera la confirmación de la Comisión de que la operación prevista no constituía ayuda estatal.

(105) Debido a la evaluación de la ayuda estatal y a la aplicación de la obligación de *statu quo*, la capitalización de la deuda terminó retrasándose cinco años. A este respecto, la Comisión observa, en primer lugar, que, hasta mediados de 2011, Rumanía tenía la firme intención de proseguir una estrategia de inversión expansiva con respecto a Oltchim, que se estudió en diversos informes periciales ([29]). Habría sido contrario a la estrategia estatal de seguir invirtiendo para restablecer la viabilidad de la empresa e incrementar su valor con vistas a privatizarla a medio o largo plazo cobrar al mismo tiempo intereses sobre la deuda pública pendiente.

(106) Como resultado de las dudas planteadas por la Comisión con respecto a la estrategia expansiva de inversión en su Decisión de incoación y, lo que es más importante, de los problemas presupuestarios y del programa UE/FMI, Rumanía cambió de estrategia en 2011 y decidió privatizar la empresa inmediatamente después de capitalizar la deuda. Con ello abandonó los planes iniciales de hacer inversiones por valor de 424 millones EUR antes de privatizarla.

(107) En este nuevo contexto, cobrar interés sobre la deuda se convirtió en una estrategia lógica para el Estado, encaminada a maximizar la recuperación de la deuda que se le debía.

(108) Como se expone en los considerandos 75-77, se cobraron otros intereses compuestos sobre la deuda pública, correspondientes al periodo del 1 de enero de 2007 en adelante, mediante un acuerdo privado celebrado en diciembre de 2011 entre Oltchim y AVAS. En particular, los tipos de interés que se aplicaron a la deuda pública correspondían al valor más elevado entre los tipos de interés de referencia de la Comisión correspondientes para cada periodo o los tipos de interés aplicados a los préstamos privados de la empresa durante ese mismo periodo que puedan considerarse adecuados.

(109) Basándose en lo que precede, la Comisión concluye que Oltchim no obtuvo ventajas del modo en el que las autoridades públicas intentaron, después de la adhesión, recuperar la deuda pública que se iba a capitalizar.

IX.3.3 *La conversión de la deuda – medida 1*

(110) La Comisión debe también evaluar si la medida 1, consistente (tras la modificación de la notificación – véanse los considerandos 14-16, 69-70 y 75-77 en la capitalización de una deuda pública total de 1 049 millones RON, a la que seguiría en breve la venta de la totalidad de la participación pública resultante (privatización), otorga una ventaja indebida a Oltchim. La deuda pública

([28]) En particular, había un plan de negocio elaborado por la dirección de Oltchim durante el periodo 2006-2010, y un dictamen consultivo independiente de Raiffeisen de mayo de 2007 y un informe de consultoría técnica de Techno Orbichem de mayo de 2007.

([29]) Por ejemplo, el plan de negocio notificado a la Comisión el 17 de julio de 2009 y un informe elaborado por Roland Berger de 13 de abril de 2011, presentado por las autoridades rumanas a la Comisión el 14 de abril de 2011.

total que se iba a capitalizar incluye el principal de la deuda pública, propiedad de la Agencia de privatizaciones AVAS, de 538 millones RON, y los intereses devengados sobre la deuda con AVAS desde el 1 de enero de 2007 al 31 de diciembre de 2011, de 511 millones RON.

(111) Para evaluar si la conversión de la deuda propuesta implica ventajas indebidas para Oltchim, debe determinarse si la conversión de la deuda es realmente el mecanismo idóneo para maximizar la recuperación de la deuda pública, como sostiene Rumanía. En la práctica, la Comisión necesita determinar si un hipotético acreedor privado en una situación comparable a la de la Agencia de privatizaciones AVAS, que es el acreedor de Oltchim, realmente habría preferido ese mecanismo de recuperación de la deuda a otras alternativas existentes, considerando que el deudor atraviesa serias dificultades financieras. El Ministerio de Economía, el actual accionista de Oltchim, no desempeña ningún papel con respecto a la recuperación de la deuda pública; no obstante, en el análisis que sigue también se toman en cuenta los resultados de los dos posibles supuestos para el accionista público.

(112) Rumanía alega que, considerando la situación actual de la empresa (grave infracapitalización y excesivo endeudamiento), las únicas opciones realistas que habría tenido un acreedor privado en una situación comparable a la del acreedor público AVAS son i) liquidar la empresa o ii) capitalizar la deuda y vender posteriormente la totalidad de la participación resultante en la empresa. Cualquier acreedor privado que se enfrentara a estas opciones habría preferido la que maximiza la recuperación de la deuda pendiente. En otras palabras, el acreedor habría optado por «la conversión de la deuda seguida de privatización» si los beneficios esperados de la privatización superaran el importe que podía recuperarse mediante la liquidación.

(113) Para demostrar que la conversión de la deuda seguida de la venta de la participación resultante aporta más ingresos al acreedor que la liquidación, Rumanía presentó un informe de una consultora independiente (véanse los considerandos 78-82) que compara los resultados para el acreedor de los dos supuestos, es decir, la conversión de la deuda seguida de privatización y la liquidación, respectivamente.

(114) La Comisión ha evaluado críticamente el informe para verificar si sus resultados resisten el escrutinio y demostrar de hecho que, al capitalizar la deuda, AVAS actuó como un acreedor privado. Habiendo examinado el informe, la Comisión observa lo siguiente:

(115) **Valor del crédito de AVAS en el supuesto de una liquidación**: La evaluación de la liquidación se basa en un informe anterior de liquidación de Raiffeisen de febrero de 2011 y en otro informe de liquidación de la consultora independiente Romcontrol SA Bucharest, de marzo de 2011.

(116) Según la legislación rumana, las empresas en las que el Estado posee una participación mínima del 50 % + 1 se liquidan con arreglo al denominado «procedimiento especial de liquidación voluntaria» establecido por el Decreto de urgencia del Gobierno 88/1997, la Decisión gubernamental 577/2002 y la Ley 137/2002. Según este procedimiento de liquidación especial voluntario, el importe obtenido de la venta de los activos de la empresa se utilizará para cubrir las deudas pendientes de la empresa siguiendo el orden de prelación establecido en la Ley 85/2006 (Ley rumana de insolvencia). Por consiguiente, los ingresos obtenidos de la liquidación deben utilizarse para cubrir deudas en el siguiente orden de prelación: 1) costes de la liquidación; 2) salarios adeudados; 3) deuda privilegiada (es decir, deuda garantizada mediante pignoración, hipotecas y otros privilegios especiales); 4) deudas presupuestarias (impuestos y otras obligaciones fiscales); 5) deudas con el Ministerio de Hacienda originadas por la ejecución de las garantías del Estado; 6) deuda de préstamos públicos; 7) deuda ordinaria (no garantizada); 8) accionistas. En el presente asunto, AVAS entraría en la tercera categoría de acreedores (acreedores privilegiados), pero por detrás de varios acreedores privilegiados (privados) de Oltchim, puesto que la deuda pública solo estaba parcialmente garantizada.

(117) La consultora Romcontrol estimó el valor de liquidación de los activos de Oltchim a 15 de diciembre de 2010, basándose en el método de activos netos ponderados, que tiene en cuenta el tiempo limitado de exposición en el mercado de los activos puestos a la venta ([30]).

(118) Sobre la base de los resultados del valor de liquidación de los activos estimado por Romcontrol, Raiffeisen calculó el resultado para el acreedor AVAS y para el Estado como accionista, teniendo en cuenta el pasivo de la compañía a 31 de diciembre de 2010 y sus declaraciones financieras preliminares de esa misma fecha («informe de Raiffeisen sobre la liquidación de febrero de 2011»). Ese informe estima que los ingresos que se obtendrían de la venta de los activos de Oltchim permitirían recuperar aproximadamente el [20]-[30] % del pasivo total de la empresa. El acreedor AVAS, como acreedor parcialmente garantizado, recuperaría unos [80]-[100] millones RON (los que representa el [10]-[30] % de la deuda total de 538 millones RON). Dada la diferencia negativa entre los ingresos obtenidos con la liquidación y el pasivo de la empresa, el Estado, en su calidad de accionista, no recibiría nada.

(119) En octubre de 2011, Raiffeisen actualizó las estimaciones de su informe sobre la liquidación para tener en cuenta los datos financieros de la empresa de 30 de junio de 2011 e incluir los intereses cobrados por la deuda pública desde enero de 2007 en adelante.

([30]) El procedimiento especial de liquidación voluntaria se estimó que duraría aproximadamente 18 meses.

(120) Según las estimaciones actualizadas, AVAS, al ser un acreedor parcialmente garantizado de Oltchim, recibiría [100]-120] millones RON del total de lo que le adeudaba la empresa (lo que representa el [10]-[20] ([31]) del crédito total, es decir, el principal de la deuda de 538 millones RON más intereses). El Ministerio de Economía, el accionista público, volvería a quedarse sin nada. La cantidad que obtendría AVAS se actualizó ([32]) posteriormente a su valor actual a 30 de junio de 2011. Como resultado, AVAS recibiría [10]-[40] millones EUR en caso de que se liquidara la empresa.

Cuadro 2

Ingresos obtenidos del crédito de AVAS en el supuesto de una liquidación

	Crédito (millones EUR)	Ingresos totales (millones EUR)	Ingresos VAN al 10,7 % (millones EUR)
AVAS (Acreedor)	209,4	[20]-[30]	[10]-[30]
Ministerio de Economía (accionista)	Participación	[0]-[10]	[0]-[10]
Total del Estado		**[20]-[30]**	**[10]-[30]**

(121) Ese importe debe entonces compararse con la rentabilidad esperada de capitalizar el crédito de AVAS seguido de una privatización de la empresa.

(122) **Valor del crédito de AVAS en el supuesto de una conversión de la deuda + privatización**: En el informe, el resultado para el Estado de un supuesto de conversión de la deuda + privatización se calculó sobre la base del método del valor de empresa, que es uno de los sistemas fundamentales de medición utilizado para valorar negocios.

(123) Por lo que se refiere al uso de este método, la Comisión señala que, en principio, hay varios métodos para estimar el valor de los fondos propios de una empresa.

(124) Uno de los métodos que suelen usarse es el del múltiplo del EBITDA (resultados antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). Este método permite evaluar el valor de los fondos propios de una empresa en un ejercicio X multiplicando el EBITDA de ese ejercicio X por una cifra (múltiplo) que se considere adecuada para el sector, restándose del resultado la deuda neta.

(125) Otro método es el descuento de flujos de efectivo. Los flujos de efectivo nominales de la empresa disponibles para los próximos años se actualizan según el coste medio ponderado del capital nominal, o WACC ([33]), y la deuda neta se sustrae del valor alcanzado.

(126) Un tercer método es el del múltiplo del volumen de negocios. Este método permite evaluar el valor de los fondos propios de una empresa en un ejercicio X multiplicando el volumen de negocios de ese ejercicio X por una cifra (múltiplo) que se considere adecuada para el sector, restándose del resultado la deuda neta.

(127) Todos estos métodos (futuro EBITDA, flujos de efectivo o volumen de negocios) utilizan estimaciones. En el asunto que nos ocupa, no todos los métodos de valoración basados en estimaciones pueden utilizarse de manera coherente. Dada la inmediata privatización prevista de la empresa, solo el nuevo propietario podrá determinar la futura estrategia empresarial de la compañía y, por tanto, las correspondientes estimaciones del plan empresarial necesarias para utilizar estos métodos no están disponibles ni pueden anticiparse ([34]). Puesto que el nuevo propietario tendrá que realizar importantes inversiones, no pueden utilizarse resultados anteriores de la empresa para hacer predicciones para el futuro.

(128) En estas circunstancias, la Comisión opina que los dos únicos métodos de que se dispone para estimar el valor de la participación combinada del Estado rumano, es decir, AVAS y el Ministerio de Economía, son la capitalización bursátil y el valor de empresa. Hay que señalar que el valor de empresa incluye también los parámetros utilizados para la capitalización bursátil.

(129) La capitalización bursátil se define como el precio de una acción multiplicado por el total de acciones en circulación, lo que proporciona un valor total de las acciones de la empresa. Este sistema de medición representa el consenso público sobre el valor de los fondos propios de una empresa y puede utilizarse para sustituir, a los ojos de la opinión pública, el valor neto de una empresa.

([31]) El tipo de recuperación de [10]-[20] % es inferior al calculado anteriormente de [15]-[25] %, puesto que en el ínterin también se tomó en cuenta el interés adicional cobrado por AVAS, que es deuda no garantizada.

([32]) Actualizada a 30 de junio de 2011 a un tipo de actualización de 10,7 %, el valor del WACC (coste medio ponderado del capital) determinado por la consultora Roland Berger, en un informe de 13 de abril de 2011, presentado por las autoridades rumanas a la Comisión el 14 de abril de 2011.

([33]) Véase la nota a pie de página 32.

([34]) Aunque en la notificación original Rumania presentó un plan de negocio, las estimaciones financieras al respecto se basaban en inversiones extensivas que ascendían a 424 millones EUR y, por tanto, estas estimaciones no pueden utilizarse en el contexto actual, en el que el Estado renunció a otros planes de inversión.

(130) La capitalización bursátil de Oltchim se calculó sobre la base del precio de su acción en la Bolsa de Bucarest ([35]) durante un periodo de 44 meses (desde 2008 a agosto de 2011). Este periodo es suficientemente largo para ser representativo y la capitalización bursátil durante ese periodo es también una buena indicación de lo que el mercado está dispuesto a pagar por la empresa.

(131) En este contexto, la Comisión señala, como aspecto positivo, el hecho de que el precio de la acción, en el reciente periodo de mayo-agosto de 2011, fue siempre superior a la media de los 44 meses. Más concretamente, mientras que la media ponderada de 44 meses es 0,53 RON por acción, en julio de 2011 el precio de la acción alcanzó incluso 2,05 RON ([36]). Así pues, los datos utilizados para calcular el valor de mercado pueden considerarse conservadores.

(132) Por otra parte, por lo que se refiere a la evolución del precio de la acción desde septiembre de 2011 (la última horquilla de datos utilizada en el informe Raiffeisen), la Comisión señala, como aspecto positivo, que en el pasado reciente (desde mediados de octubre de 2011), el precio por acción ha aumentado significativamente y ha estado de manera constante por encima de la media ponderada de 0,53 RON utilizada en la fórmula de capitalización bursátil.

Gráfico 1

Evolución del precio de la acción de Oltchim en la Bolsa de Bucarest 23/2/2011-23/2/2012



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

(133) Antes de la conversión de la deuda prevista, la capitalización bursátil de Oltchim en el periodo observado (enero 2008-agosto 2011) era, en media ponderada ([37]), de 45 millones EUR y en los últimos tres meses del periodo observado (junio-agosto 2011) constantemente superó los 100 millones EUR. Por tanto, la capitalización bursátil supera claramente el valor de liquidación de Oltchim ([10]-[40] millones EUR), lo que da un primer indicio de que vender la participación del Estado mediante una privatización habría sido preferible a liquidar la empresa.

(134) El segundo método que puede utilizarse es el valor de empresa. El valor de empresa es una medida que se suele utilizar como alternativa a la simple capitalización bursátil porque se considera que da una imagen más exacta del valor de la empresa. El valor de empresa se define como la suma de la capitalización bursátil de una empresa y su deuda neta financiera. Raiffeisen Capital utilizó este método.

(135) Según el cálculo de la capitalización bursátil, el otro elemento en la fórmula del valor de empresa, la deuda neta, se computó como la suma de todas las deudas financieras de la empresa (todas las deudas de la empresa que soportan intereses – es decir, créditos bancarios y obligaciones vencidas/reescalonadas) ([38]).

(136) A continuación, es posible calcular la mediana, la media y la media ponderada del valor de empresa y de la acción del periodo de 44 meses. El informe así lo hizo para dos supuestos: con los intereses cobrados por la deuda en virtud del acuerdo y sin esos intereses.

(137) Sobre este punto, la Comisión opina que los intereses cobrados en virtud del acuerdo no deben tenerse en cuenta a efectos de calcular el valor de empresa por las siguientes razones: siempre que las demás condiciones no varíen, si la deuda aumenta, los fondos propios disminuyen. Estos dos efectos van en direcciones opuestas y en principio no deben modificar el valor de empresa. Si el mercado conociera los intereses, valoraría las acciones a la baja en consecuencia. Sin embargo, en el presente asunto, el importe de los intereses se añadió *a posteriori* y no lo anticipó el mercado. Por consiguiente, la información que tiene el mercado en el momento de la valoración es relevante.

(138) Teniendo en cuenta estas consideraciones, se ha calculado la siguiente relación valor de empresa/valor de las acciones durante el periodo investigado.

([35]) El porcentaje de acciones negociadas en ese periodo osciló entre el 0,01 % y 13,45 % de las acciones totales al mes.

([36]) En el periodo de febrero de 2011 a febrero de 2012, el valor máximo de 52 semanas llegó incluso a 2,21 RON.

([37]) La media ponderada se calculó sobre la base del volumen de acciones negociadas.

([38]) El interés minoritario y las acciones preferentes son igual a cero y el efectivo y otros medios líquidos equivalentes no se consideraron en la computación de la deuda neta por tener un valor insignificante.

Cuadro 3

Cálculo de la relación valor de empresa/valor de las acciones de Oltchim durante el periodo investigado

Periodo	Número de acciones	Precio medio de la acción	Capitalización bursátil (precio de la acción x número de acciones)	Deuda neta en miles de RON	Valor de empresa (capitalización bursátil + deuda neta) en miles de RON	Valor de empresa por acción
Enero. -08	343 023 858	1,10	378	[1 200]-[1 400]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Febrero -08	343 023 858	0,91	314	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Marzo -08	343 023 858	0,81	279	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Abril -08	343 023 858	0,87	300	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Mayo -08	343 023 858	1,04	358	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Junio -08	343 023 858	0,96	330	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Julio -08	343 023 858	0,72	247	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Agosto -08	343 023 858	0,63	216	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Septiembre -08	343 023 858	0,47	160	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Octubre -08	343 023 858	0,37	127	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Noviembre -08	343 023 858	0,21	71	[1 200]-[1 400]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Diciembre 08	343 023 858	0,16	54	[1 400]-[1 600]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Enero -09	343 023 858	0,15	51	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Febrero -09	343 023 858	0,13	45	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Marzo -09	343 023 858	0,15	53	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Abril -09	343 023 858	0,25	84	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Mayo -09	343 023 858	0,27	93	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Junio -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]
Agosto -09	343 023 858	0,32	109	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Septiembre -09	343 023 858	0,28	96	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Octubre -09	343 023 858	0,27	91	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Noviembre -09	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Diciembre -09	343 023 858	0,26	89	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Enero -10	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Febrero -10	343 023 858	0,22	77	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Marzo -10	343 023 858	0,27	92	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Abril -10	343 023 858	0,31	105	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Mayo -10	343 023 858	0,22	76	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Junio -10	343 023 858	0,21	71	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Julio -10	343 023 858	0,18	62	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Agosto -10	343 023 858	0,19	64	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Abril -10	343 023 858	0,19	66	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Octubre -10	343 023 858	0,22	76	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Noviembre -10	343 023 858	0,22	75	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[4]-[6]
Diciembre -10	343 023 858	0,20	69	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Enero-11	343 023 858	0,21	74	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]

Periodo	Número de acciones	Precio medio de la acción	Capitalización bursátil (precio de la acción x número de acciones)	Deuda neta en miles de RON	Valor de empresa (capitalización bursátil + deuda neta) en miles de RON	Valor de empresa por acción
Febrero -11	343 023 858	0,26	88	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Marzo -11	343 023 858	0,30	102	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Abril -11	343 023 858	0,44	152	[2 000]-[2 200]	[2 100]-[2 200]	[5]-[7]
Mayo -11	343 211 383	0,77	265	[2 000]-[2 200]	[2 300]-[2 400]	[5]-[7]
Junio -11	343 211 383	1,61	551	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]
Julio -11	343 211 383	2,05	702	[2 000]-[2 200]	[2 800]-[2 900]	[6]-[8]
Agosto -11	343 211 383	1,32	452	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]

(139) Sobre la base de este cuadro, se han calculado la mediana, la media y la media ponderada de Oltchim del valor de empresa por acción.

Cuadro 4

Mediana, media y media ponderada del valor de empresa por acción de Oltchim

	Precio de la acción	Valor de empresa por acción
Mediana	[0,10]-[0,30]	[4]-[6]
Media	[0,30]-[0,50]	[4]-[6]
Media ponderada	[0,40]-[0,60]	[4]-[6]

(140) El valor de empresa (mediana, media y media ponderada) calculada como se explica anteriormente puede luego utilizarse para determinar el valor de las acciones de Estado «después de la conversión de la deuda» deduciendo de este valor de empresa la deuda de la empresa que sigue pendiente después de la conversión; seguirá siendo para la empresa una deuda a pagar.

(141) El resultado es el valor de mercado del total de fondos propios que figura en el Cuadro 5.

Cuadro 5

Cálculo del valor de mercado de los fondos propios basado en el método del valor de empresa

Valor de mercado del total de fondos propios después de la conversión de la deuda	Supuestos		
	VE basado en la **mediana** del precio de la acción durante 44 meses	VE basado en la **media** del precio de la acción durante 44 meses	VE basado en la **media ponderada** del precio de la acción durante 44 meses
VE/acción (RON)	[4]-[6]	[4]-[6]	[4]-[6]
Número de acciones antes de la conversión	343 211 383	343 211 383	343 211 383
Valor de empresa (millones RON)	[1 700]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[2 000]-[2 100]
Deuda neta después de la conversión de la deuda (millones RON)	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]
Valor de mercado de los fondos propios (millones RON)	[100]-[200]	[200]-[300]	[400]-[500]
Valor de mercado de los fondos propios (millones EUR)	[20]-[30]	[50]-[60]	[90]-[100]

(142) Por lo que respecta a la deuda financiera neta utilizada en el cálculo anterior, los dos pasos del cálculo, a saber, i) el cálculo de la fórmula del valor de empresa y ii) la posterior sustracción para obtener el valor de mercado de los fondos propios, en principio deben estar basados en el valor de mercado de la deuda de la empresa.

(143) No obstante, la Comisión señala, en primer lugar, que es muy difícil establecer un precio de mercado para la deuda de Oltchim, puesto que esta no se negocia y no hay un mercado local para la negociación de la deuda. En su lugar, teóricamente se podría determinar el valor de mercado de la deuda estableciendo la calificación de la empresa antes y después de la conversión de la deuda. A continuación podría utilizarse esta calificación para estimar la probabilidad de impago, que a su vez podría utilizarse para estimar el valor de mercado de la deuda. A falta de esas calificaciones, la Comisión consideró que no puede realizarse este ejercicio y que los errores generados por el uso de un valor de mercado inexacto serían importantes.

(144) En segundo lugar, si se asume que la deuda neta se negoció a la misma actualización que su valor contable antes y después de la permuta, los resultados del cálculo en consecuencia no cambian en absoluto, independientemente del valor de la actualización. Cualquier cambio en el valor de la deuda financiera neta daría lugar entonces a un cambio proporcional, de signo contrario, en el valor de la capitalización bursátil. El impacto de añadir el valor contable de la deuda o su valor de mercado es neutro, puesto que primero se añade el valor de la deuda para obtener el valor de empresa y después se sustrae para obtener el nuevo valor contable de las acciones.

(145) En tercer lugar, suponiendo que la deuda pendiente después de la conversión se negocie a un actualización diferente a la de antes de la conversión, un cálculo adecuado debería tener en cuenta el hecho de que, después de la capitalización, el valor de mercado de la deuda pendiente sería probablemente aún menor que su valor contable, pero en cualquier caso más elevado que el valor de mercado de la deuda antes de la permuta. No obstante, sin una base sobre la que establecer estas actualizaciones, no se pueden simular los efectos de un cambio en las mismas puesto que habría que variar al mismo tiempo demasiados parámetros.

(146) Por otra parte, la Comisión indica que los estados financieros de Oltchim se han elaborado de conformidad con las normas NIIF y han sido auditados por el auditor independiente KPMG. En esos estados financieros, el pasivo financiero se presenta a su valor razonable según las disposiciones de la NIC 39. La NIC 39 define el valor razonable como el importe por el cual puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas que realizan una transacción en condiciones de independencia. Sobre esta base, KPMG certificó que el valor razonable de la deuda a largo plazo de la empresa no era significativamente distinto de su valor contable.

(147) Sobre la base de las consideraciones anteriores, la Comisión opina que efectivamente es adecuado utilizar el valor contable de la deuda para calcular el valor de mercado de los fondos propios.

(148) No obstante, para comprobar la solidez del cálculo, la Comisión realizó además un análisis de sensibilidad, es decir, determinó la diferencia porcentual entre el valor contable y el valor de mercado de la deuda neta antes de la conversión que igualaría el valor actual de la participación del Estado después de la conversión y el valor de liquidación, suponiendo que el valor de mercado de la deuda corresponda a su valor contable tras la capitalización de la deuda. Ese valor porcentual puede considerarse un tipo de «margen de error» para la estimación del valor de mercado de la deuda.

(149) La Comisión opina que, de todos los supuestos (valor de empresa basado en la mediana, la media y la media ponderada), la media ponderada representa el supuesto más exacto puesto que en ese caso los valores son ponderados en función del volumen de acciones negociadas. En ese supuesto, el margen citado es del 15 %. La Comisión concluye que ese margen es suficientemente amplio para poder considerar que el cálculo del valor de empresa se basa en datos sólidos.

(150) Posteriormente, una vez se ha calculado el valor de mercado de los fondos propios, se puede calcular el valor de la participación del Estado resultante de ese valor de mercado del total de los fondos propios basado en la participación pública, que será el siguiente después de la conversión de la deuda ([39]):

Cuadro 6

Participación del Estado rumano en Oltchim antes y después de la conversión de la deuda prevista

	Participación **antes** de la conversión de la deuda	Participación **después** de la conversión de la deuda Deuda con AVAS más intereses correspondientes que representan la deuda convertida
AVAS	0 %	[80]-[100] %
Ministerio de Economía	54,81 %	[0]-[5] %
Total Estado	54,81 %	[80]-[100] %

(151) En consecuencia, tras convertir el principal de la deuda de AVAS más los intereses cobrados en virtud del acuerdo, Oltchim tendrá un valor de mercado de fondos propios que oscilará entre [20]-[30] y [90]-[100] millones EUR, lo que dará un valor actual ([40]) de la participación pública combinada de ([80]-[100] %) entre [15]-[30 y [75]-[90] millones EUR. En el Cuadro 7, el valor de empresa evaluado para todos los supuestos se resume y compara con los valores aplicables en el caso de una liquidación.

([39]) A los efectos del análisis, el informe no tuvo en cuenta la posible participación de accionistas privados en la ampliación de capital puesto que su impacto en el valor de la participación del Estado rumano se considera neutro.

([40]) Actualizado por el factor de actualización de 10,7 a 30 de junio de 2011, siguiendo el mismo modelo que el valor de liquidación.

Cuadro 7

Comparación de la conversión de la deuda seguida de privatización *frente a* supuestos de liquidación basados en el método del valor de empresa

Ingresos para el Estado previstos millones EUR	Conversión de la deuda y privatización inmediata			Valor actual neto de los ingresos obtenidos con la liquidación	Comparación
	VE basado en la **mediana** del precio de la acción durante 44 meses	VE basado en la **media** del precio de la acción durante 44 meses	VE basado en la **media ponderada** del precio de la acción durante 44 meses		
Valor de mercado de los fondos propios	[20]-[30]	[45]-[60]	[90]-[100]		
Valor de mercado de la participación pública conjunta	[15]-[40]	[45]-[60]	[80]-[100]		
Valor actual neto de la participación pública conjunta (98,44 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[75]-[90]	[10]-[40]	Liquidación < conversión de la deuda y privatización
Valor actual neto de la participación AVAS (96,54 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[70]-[80]	[10]-[40]	Liquidación < conversión de la deuda y privatización
Valor actual neto de la participación del Ministerio de Economía (1,9 %)	[0]-[1]	[0]-[1]	[1]-[2]	[0]-[1]	Liquidación < conversión de la deuda y privatización

(152) En todos los supuestos evaluados según el método del valor de empresa, tanto el acreedor público AVAS como el accionista público, el Ministerio de Economía, obtienen mejores resultados de la conversión de la deuda seguida de privatización que si se liquidara la empresa. La participación del actual accionista público, el Ministerio de Economía, se reducirá con la conversión de la deuda, lo que se traduce en una participación del [80]-[100] % para el acreedor AVAS. No obstante, el Ministerio no tiene motivos para oponerse a la conversión de la deuda puesto que, en el caso de una liquidación, no obtendría nada por su participación en la empresa. El acreedor público AVAS seguiría obteniendo más, incluso en el supuesto con el menor valor de empresa estimado, que en el caso de que se decidiera liquidar la empresa ([10]-[30] millones EUR, frente a [10]-[30] millones EUR).

(153) Basándose en los resultados anteriores, puede concluirse que, si la empresa se privatizara plenamente poco después de la conversión de la deuda, la medida notificada (conversión de la deuda seguida de la privatización total) no implicaría una ventaja para Oltchim, puesto que la medida permite al acreedor público AVAS recuperar más que si se decidiera liquidar la empresa. A este respecto, la Comisión toma nota de los compromisos contraídos por las autoridades rumanas (véanse los considerandos 17 y 73) para privatizar totalmente la empresa antes del 31 de mayo de 2012.

(154) La Comisión considera que la evaluación cuantitativa sobre la base del método de capitalización bursátil y del método del valor de empresa también está respaldada por los dos argumentos siguientes, que no fueron cuantificados por el experto independiente.

(155) En primer lugar, la evaluación se basa en el precio bursátil. Sin embargo, como la participación del Estado en Oltchim se venderá como una entidad, el comprador podrá controlar la empresa. Por tanto, el comprador estará dispuesto a pagar una prima de control por la participación, como suele ocurrir en transacciones comparables.

(156) En segundo lugar, la Comisión observa que PCC estaba dispuesta a pagar 7,5 millones EUR en 2007 por una participación *de facto* del 12 % en Oltchim y 2,6 millones EUR en 2011 por una participación del 3,6 % más en Oltchim. Esto indica, por una parte, que un inversor privado consideró que el valor de Oltchim había aumentado en 2011 en relación con 2007 (puesto que estaba dispuesto a pagar un precio por acción más alto), y que, basándose en la transacción de 2011, el 100 % de las acciones se hubiera valorado en 73 millones EUR, que supera sustancialmente el valor de liquidación.

IX.4. **Conclusión sobre el criterio de ventaja**

(157) Basándose en lo que precede, en concreto que: i) la empresa no obtuvo ventajas indebidas del modo en el que las autoridades públicas intentaron la recuperación de la deuda pública objeto de la medida notificada, y ii) la conversión de la deuda en sí no otorga ventajas indebidas a la empresa, la Comisión concluye que la medida notificada actualmente (resultante de la combinación de las anteriores medidas 1 y 3) no cumple el criterio de ventaja. Habida cuenta de lo anterior, no necesitan ser analizados los otros criterios acumulativos en la definición del concepto de ayuda estatal derivado del artículo 107, apartado 1, para la evaluación de la medida notificada actualmente.

X. **CONCLUSIÓN**

(158) El procedimiento de investigación formal incoado con arreglo al artículo 108, apartado 2, del TFUE por lo que se refiere a la medida 2 (la garantía del Estado) debe concluirse, al quedar sin objeto tras la retirada de la notificación de la medida.

(159) La medida notificada actualmente (la combinación de las antiguas medidas 1 y 3) no implica ayuda estatal a tenor del artículo 107, apartado 1, del TFUE.

(160) Esta conclusión se basa en la firme intención de Rumanía de vender su participación en Oltchim totalmente, expresada en la carta de 21 de octubre de 2011 del Primer Ministro Emil Boc y confirmada en la carta de 16 de febrero de 2012 del Primer Ministro Ungureanu,

HA ADOPTADO LA PRESENTE DECISIÓN

Artículo 1

La Comisión ha decidido archivar el procedimiento de investigación formal con arreglo al artículo 108, apartado 2, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea por lo que se refiere a la garantía del Estado notificada (medida 2) en favor de Oltchim, habida cuenta de que Rumanía ha retirado su notificación y no llevará adelante la medida.

Artículo 2

La medida 1, notificada por Rumanía el 17 de julio de 2009 y modificada el 22 de junio de 2011, 9 de septiembre de 2011, 21 de octubre de 2011 y 16 febrero de 2012, no constituye ayuda estatal a tenor del artículo 107, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

Artículo 3

La medida 3, ejecutada por Rumanía en 2007, no constituye ayuda estatal a tenor del artículo 107, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

Artículo 4

El destinatario de la presente Decisión será Rumanía.

Hecho en Bruselas, el 7 de marzo de 2012

Por la Comisión
Joaquín ALMUNIA
Vicepresidente