KOMISSION PÄÄTÖS,

annettu 7 päivänä maaliskuuta 2012,

valtiontuesta SA.29041 (C 28/2009) (ex N 433/2009) Tukitoimet Oltchim SA Râmnicu Vâlcean hyväksi

(tiedoksiannettu numerolla C(2012) 1369)

(Ainoastaan romaniankielinen teksti on todistusvoimainen)

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

(2013/246/EU)

EUROOPAN KOMISSIO, joka

ottaa huomioon Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen, jäljempänä 'SEUT-sopimus', ja erityisesti sen 108 artiklan 2 kohdan ensimmäisen alakohdan ([1]),

ottaa huomioon sopimuksen Euroopan talousalueesta ja erityisesti sen 62 artiklan 1 kohdan a alakohdan,

ottaa huomioon komission päätöksen ([2]) aloittaa Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 108 artiklan 2 kohdassa tarkoitettu menettely, joka koskee valtiontukea C 28/09 (ex NN 2009/09),

on mainittujen artiklojen mukaisesti kehottanut asianomaisia esittämään huomautuksensa, ja ottaa huomioon nämä huomautukset,

sekä katsoo seuraavaa:

I. MENETTELY

1) Romania ilmoitti 17 päivänä heinäkuuta 2009, jäljempänä 'ilmoitus', kahdesta tukitoimesta yrityksen Oltchim SA Râmnicu Vâlcea, jäljempänä 'Oltchim' tai 'yritys', hyväksi. Toimet ovat i) julkisilta viranomaisilta saadun 538 miljoonan Romanian leun (noin 128 miljoonan euron ([3])) velan muuntaminen osakkeiksi ja ii) valtiontakaus, joka kattaa 80 prosenttia 424 miljoonan euron arvoisesta kaupallisesta lainasta. Romania ilmoitti valtiontukitoimista oikeusvarmuussyistä, vaikka katsoi, ettei kyseessä ole SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitettu valtiontuki.

2) Ennen ilmoituksen tekemistä Duisburgiin Saksaan sijoittautunut yritys PCC SE, jäljempänä 'PCC', joka omistaa tällä hetkellä 18,31 prosentin suuruisen vähemmistöosuuden Oltchimista, teki 10 päivänä huhtikuuta 2008 virallisen kantelun, jonka mukaan suunniteltu velan muuntaminen osakkeiksi on sisämarkkinoille soveltumatonta valtiontukea.

3) Komissio kävi kantelun rekisteröimisen jälkeen kirjeenvaihtoa ja vaihtoi tietoja Romanian viranomaisten, Oltchimin ja kantelijan kanssa. Se järjesti useita tapaamisia Romanian viranomaisten, Oltchimin edustajien ja kantelijan edustajien kanssa.

4) Komissio aloitti 15 päivänä syyskuuta 2009 SEUT-sopimuksen 108 artiklan 2 kohdan mukaisen muodollisen tutkintamenettelyn ilmoitetuista toimista, jäljempänä 'menettelyn aloittamista koskeva päätös'. Romania toimitti 3 päivänä marraskuuta 2009 menettelyn aloittamista koskevaan päätökseen liittyviä huomautuksia.

5) Menettelyn aloittamista koskeva päätös julkaistiin *Euroopan unionin virallisessa lehdessä* 29 päivänä joulukuuta 2009. ([4]) Komissio pyysi myös 21 päivänä joulukuuta 2009 päivätyillä kirjeillä kahdeksaa yritystä, jotka Oltchimin kilpailijoina ovat mahdollisesti kiinnostuneita menettelystä, esittämään huomautuksia menettelyn aloittamista koskevasta päätöksestä.

6) Komissio sai huomautuksia viideltä kolmannelta osapuolelta: 26 päivänä tammikuuta 2010 päivätyllä kirjeellä yritykseltä Vestolit GmbH & Co. KG, jäljempänä 'Vestolit', 26 päivänä tammikuuta 2010 päivätyllä kirjeellä yritykseltä Ineos ChlorVinyls, jäljempänä 'Ineos', 27 ja 28 päivänä tammikuuta 2010 päivätyillä kirjeillä kahdelta yritykseltä, jotka pyysivät saada pysytellä tuntemattomina, jäljempänä 'anonyymi osapuoli I' ja 'anonyymi osapuoli II' sekä 29 päivänä tammikuuta 2010 päivätyllä kirjeellä yksityishenkilö Virgil Bestealta.

([1]) Joulukuun 1 päivänä 2009 EY:n perustamissopimuksen 81 artiklasta tuli SEUT-sopimuksen 101 artikla ja perustamissopimuksen 82 artiklasta SEUT-sopimuksen 102 artikla. Kyseiset kaksi määräyskokonaisuutta ovat asiasisällöltään samanlaiset. Viittauksia SEUT-sopimuksen 101 ja 102 artiklaan on tässä päätöksessä pidettävä soveltuvin osin viittauksina perustamissopimuksen 81 ja 82 artiklaan. SEUT-sopimuksella muutettiin myös tiettyjä käsitteitä. Esimerkiksi 'yhteisö' korvattiin 'unionilla' ja 'yhteismarkkinat' 'sisämarkkinoilla'. Tässä päätöksessä käytetään SEUT-sopimuksen terminologiaa.

([2]) Komission päätös K(2009) 6867 lopullinen, tehty 15 päivänä joulukuuta 2009 (EUVL C 321, 29.12.2009, s. 21).

([3]) Euroopan keskuspankin vaihtokurssi 17 päivänä heinäkuuta 2009 oli 1 euro = 4,2 Romanian leuta. Tässä päätöksessä kaikki Romanian leuina ilmoitetut luvut on muunnettu euroiksi tällä vaihtokurssilla lukuun ottamatta tapauksia, joissa luvut on toimitettu tai ne ovat saatavilla ainoastaan euroina.

([4]) Ks. alaviite 2.

7) Nämä huomautukset toimitettiin Romanialle 2 päivänä maaliskuuta 2010 päivätyllä kirjeellä. Romania vastasi mainittujen kolmansien osapuolten huomautuksiin 8 päivänä huhtikuuta 2010 päivätyllä kirjeellä.

8) Kuudes kolmas osapuoli, Firebird Management LLC, jäljempänä 'Firebird', – sijoitusrahasto, jonka hallussa oli 1,328 prosenttia Oltchimin osakkeista kyseisenä aikana – toimitti tietoja ja huomioita 27 päivänä toukokuuta 2010 ja 8 päivänä heinäkuuta 2010 päivätyillä kirjeillä. Firebirdin huomautukset toimitettiin Romanialle 25 päivänä kesäkuuta 2010 ja 27 päivänä heinäkuuta 2010 päivätyillä kirjeillä.

9) Kantelun tekijä PCC esitti tätä asiaa koskevia tietoja 6 päivänä toukokuuta 2010, 18 päivänä toukokuuta 2010, 19 päivänä toukokuuta 2010, 28 päivänä toukokuuta 2010, 13 päivänä kesäkuuta 2010, 18 päivänä kesäkuuta 2010, 22 päivänä heinäkuuta 2010, 6 päivänä elokuuta 2010, 2 päivänä syyskuuta 2010, 18 päivänä lokakuuta 2010, 9 päivänä huhtikuuta 2011 ja 14 päivänä huhtikuuta 2011 päivätyillä kirjeillä. Näiden kirjeiden lisäksi PCC on toimittanut monenlaista asiaan liittyvää aineistoa, joka koostuu pääasiassa erilaisista lehtiartikkeleista ja muista, pääosin julkisista, tiedoista.

10) Lisäksi anonyymit osapuolet I ja II (jotka myös toimittivat huomautuksia menettelyn aloittamista koskevasta päätöksestä ja pyysivät saada pysyä nimettöminä) toimittivat lisätietoja 21 päivänä syyskuuta 2010, 22 päivänä helmikuuta 2011, 28 päivänä helmikuuta 2011, 26 päivänä heinäkuuta 2011 ja 28 päivänä lokakuuta 2011.

11) Komissio toimitti johdanto-osan 9 ja 10 kappaleessa tarkoitetut huomautukset 25 päivänä kesäkuuta 2010, 2 päivänä elokuuta 2010, 9 päivänä syyskuuta 2010, 22 päivänä syyskuuta 2010, 20 päivänä lokakuuta 2010 ja 23 päivänä marraskuuta 2011 päivätyillä kirjeillä Romanian viranomaisille, jos ne sisälsivät uusia tietoja ja näkökohtia ja olivat käsiteltävänä olevan menettelyn kannalta oleellisia.

12) Romania vastasi lisähuomautuksiin 30 päivänä heinäkuuta 2010, 2 päivänä syyskuuta 2010, 12 päivänä lokakuuta 2010, 26 päivänä lokakuuta 2010, 23 päivänä marraskuuta 2010 ja 7 päivänä joulukuuta 2011 päivätyillä kirjeillä. Se myös toimitti asiaa koskevia lisätietoja 29 päivänä maaliskuuta 2011, 14 päivänä huhtikuuta 2011, 27 päivänä heinäkuuta 2011, 9 päivänä syyskuuta 2011 ja 21 päivänä syyskuuta 2011 päivätyillä kirjeillä.

13) Menettelyn aloittamista koskevan päätöksen jälkeen komission yksiköt ja Romanian viranomaiset pitivät Brysselissä useita kokouksia 30 päivänä kesäkuuta 2010, 15 päivänä heinäkuuta 2010, 19 päivänä toukokuuta 2011 ja 12 päivänä syyskuuta 2011. Komission yksiköiden edustajat tapasivat myös kantelun tehneen PCC:n edustajia useita kertoja.

14) Romanian viranomaiset peruuttivat 22 päivänä kesäkuuta 2011 päivätyllä kirjeellä 17 päivänä heinäkuuta 2009 tekemänsä ilmoituksen 424 miljoonan euron velkaa koskevan valtiontakauksen osalta. Lisäksi Romanian viranomaiset ilmoittivat komissiolle pitävänsä voimassa velan muuntamista osakkeiksi koskevan ilmoituksen.

15) Romanian hallitus hyväksyi 10 päivänä elokuuta 2011 muistion talous-, kauppa- ja yritysympäristöministeriön, AVASin ([5]) ja Oltchimin edustajille annetuista valtuuksista tehdä yksityisoikeudellinen sopimus, jolla yritys ottaa vastuulleen 1 päivästä tammikuuta 2007 alkaen kertyneet julkisen velan korot.

16) Romanian viranomaiset ilmoittivat 9 päivänä syyskuuta 2011 päivätyllä kirjeellä, että Oltchim ja AVAS aikoivat tehdä edellä mainitun yksityisoikeudellisen sopimuksen ja että AVAS aikoi muuntaa myös kertyneet korot osakkeiksi yhdessä velkapääoman kanssa.

17) Romanian pääministeri Emil Boc ilmaisi 21 päivänä lokakuuta 2011 päivätyssä kirjeessä Romanian hallituksen vakaan sitoumuksen yksityistää Oltchim kokonaan. Tähän sisältyi myös koko viranomaisten omistama Oltchimin osakeosuus velan muuntamisen jälkeen. Yksityistämistä koskeva ilmoitus oli määrä tehdä maaliskuun 2012 lopussa ja yksityistäminen oli määrä saada loppuun toukokuun 2012 loppuun mennessä. Romanian uusi pääministeri Mihai-Răzvan Ungureanu vahvisti tämän sitoumuksen 16 päivänä helmikuuta 2012 päivätyllä kirjeellä.

18) Romania toimitti lisähuomautuksia ja -tietoja 12 päivänä lokakuuta 2011 ja 23 päivänä joulukuuta 2011 päivätyillä kirjeillä.

19) Johdanto-osan 17 ja 18 kappaleissa mainituista kirjeistä ilmenee, että Romania on muuttanut toimenpidettä 1 koskevaa ilmoitusta siten, että 538 miljoonan Romanian leun velan muuntamisen jälkeen Oltchimin osakkeet yksityistetään. Tilannetta on siis arvioitava siten, että tuleva yksityistäminen otetaan huomioon.

II. **TAUSTA**

II.1. **Yritys**

20) Oltchim on suuri romanialainen petrokemian tuotteiden valmistaja. Se tuottaa esimerkiksi PVC:tä, natriumhydroksidia, klooria, dioktyyliftalaattia sekä polyeetteripolyoleja. Yrityksen päätuote on PVC, jonka osuus on tällä hetkellä noin 37,5 prosenttia sen kokonaistuotannosta. Vuonna 2008 yrityksen markkinaosuus EU:ssa oli 2,1 prosenttia. ([6]) Oltchim on yksi Romanian ja Kaakkois-Euroopan suurimmista petrokemian yrityksistä. Se tuottaa 78:aa tuotetta 40:tä kemian perustuotetta varten. Sen tuotannosta vientiin menee noin 80 prosenttia, niin Eurooppaan kuin sen ulkopuolellekin.

([5]) Romanian yksityistämisvirasto. Ks. alaviite 10.
([6]) Oltchimin toimittamia lukuja.

21) Oltchim on suurin työnantaja Romanian Vâlceassa, joka saa SEUT-sopimuksen 107 artiklan 3 kohdan a alakohdassa tarkoitettua tukea. Työntekijöiden määrä 15 päivänä lokakuuta 2011 oli 3 470. ([7]) Vallitsevan vaikean taloudellisen tilanteen vuoksi yritys lomautti 1 000 työntekijää joulukuussa 2011 ja vielä 993 työntekijää tammikuussa 2012. ([8])

22) Yritys aloitti toimintansa vuonna 1966, sen rakennetta muutettiin vuonna 1990 ja se listautui Bukarestin pörssiin vuonna 1997. Romanian valtio (tällä hetkellä talousministeriö) omistaa yrityksestä enemmistöosuuden, 54,8 prosenttia. Suurin vähemmistöosakas on 18,31 prosentin omistusosuudella kantelija PCC, joka omistaa myös Oltchimin puolalaisen kilpailijan Rokita SA:n. Loput yrityksen osakkeista omistaa Nachbar Services Ltd. (14,02 %), luonnolliset henkilöt (11,04 %) ja muut oikeushenkilöt (1,81 %).

II.2. **Tapahtumat ennen Romanian liittymistä EU:hun**

II.2.1 *Julkisen velan alkuperä*

23) Oltchim investoi vuosina 1992–2008 tuotantolinjansa nykyaikaistamiseen yhteensä noin 371 miljoonaa euroa (josta 118,8 miljoonaa euroa vuosina 2007–2008). Se otti vuosina 1995–2000 eräisiin investointeihin liittyen 12 kaupallista lainaa, yhteensä noin 171 miljoonaa Saksan markkaa ja 60 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria. Lainojen takauksina olivat valtiovarainministeriön myöntämät valtiontakaukset.

24) Koska Oltchim ei kyennyt maksamaan lainojaan takaisin, pankit ottivat valtiontakaukset käyttöön marraskuusta 1999 alkaen.

25) Valtiovarainministeriö suoritti takauksiin liittyviä maksuja vuosina 1999–2002. Se peri vuosina 1999–2002 käyttöön otetuista valtiontakauksista huomattavia korkoja ja viivästysmaksuja, jotka vaihtelivat 0,15 prosentista 0,3 prosenttiin päivässä eli 54 prosentista 110 prosenttiin vuodessa. ([9])

26) Kesäkuuhun 2002 mennessä Oltchimin valtiontakauksesta aiheutunut velka valtiovarainministeriölle sekä siihen liittyvät korot ja viivästysmaksut olivat yhteensä 303 miljoonaa uutta leuta (RON, noin 72 miljoonaa euroa). Valtiovarainministeriö siirsi kyseisen määrän tuolloin julkisen velan perimisestä vastaavalle Romanian virastolle AVASille ([10]) ja se muutettiin Yhdysvaltain dollareiksi, jotta velan arvo säilyisi hyperinflaatiossa. Määräksi vahvistettiin 91 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria.

27) Romanian lainsäädännön mukaisesti (erityisasetus nro 51/1998) AVASilla ei ollut erityisvaltuuksia periä korkoja ja viivästysmaksuja julkisista veloista, joiden periminen velallisyrityksiltä oli annettu sille tehtäväksi.

II.2.2 *Velan muuntaminen vuonna 2003*

28) Yritystä yritettiin yksityistää ensimmäisen kerran vuonna 2001, kun AVAS neuvotteli ja allekirjoitti Exall Resourcesin kanssa myyntisopimuksen yrityksen valtion omistamasta osuudesta. Sopimus raukesi, sillä ostaja ei kyennyt täyttämään maksuihin liittyviä velvollisuuksiaan eikä pystynyt varmistamaan, että yritykseen tehtäisiin teknologiaan/ympäristöön liittyviä investointeja.

29) Toisen kerran yksityistämistä yritettiin lokakuussa 2003, jolloin Romanian yksityistämisvirasto APAPS julkaisi valtion osuutta koskevan myynti-ilmoituksen. Mahdollisille sijoittajille kerrottiin, että julkinen velka muunnettaisiin osakkeiksi, jotta sen houkuttavuus näiden kannalta lisääntyisi.

30) Eräs mahdollinen sijoittaja (Rompetrol) ja vähemmistöosakkaat kuitenkin veivät velan muuntamisen Romanian tuomioistuimiin, ja yksityistämisestä luovuttiin marraskuun 2003 alussa. Tästä huolimatta AVASin 95 miljoonan Yhdysvaltain dollarin velka (muunnettu 91 miljoonan dollarin velka sekä valtiovarainministeriön takauksiin liittyvät uudet maksut, jotka oli siirretty AVASille kesäkuussa 2002; yhteensä 322 miljoonaa Romanian leuta) muunnettiin osakkeiksi Oltchimin yhtiökokouksessa tehdyllä päätöksellä (valtion edustajilla oli kokouksessa enemmistö äänistä). Valtion osuus Oltchimin osakkeista kasvoi näin ollen 53,26 prosentista 95,73 prosenttiin.

31) Vâlcean kauppaoikeus kumosi marraskuussa 2005 Oltchimin yhtiökokouksessa tehdyn päätöksen velan muuntamisesta. Perusteena oli, että velka oli muunnettu ilman, että myös vähemmistöosakkaiden oli sallittu osallistua pääoman korotukseen.

([7]) Yritys esitellään Bukarestin pörssin verkkosivuilla, ks. http://investing.businessweek.com/research/stocks/snapshot/snapshot.asp?ticker=OLT:RO.

([8]) Lisätietoja Oltchimin verkkosivuilta: www.oltchim.ro.

([9]) On otettava huomioon, että tuolloin käytössä ollut Romanian rahayksikkö (ROL, vanha leu) kärsi hyperinflaatiosta.

([10]) Kyseisenä aikana velka siirrettiin pankkien omaisuuseristä vastaavalle virastolle, jonka nimi oli AVAB (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Bancare*) ja joka yhdistettiin toukokuussa yksityistämisvirasto APAPSiin (*Autoritatea pentru Privatizare și Administrarea Participațiilor Statului*). Uudeksi nimeksi tuli AVAS (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului*). Yksinkertaistamissyistä tässä päätöksessä sekä AVASiin että AVABiin viitataan nimellä AVAS.

32) Romanian hallitus antoi kesäkuussa 2006 poikkeusasetuksen ([11]), jolla valtuutettiin Oltchimin yhtiökokoukseen osallistuvat valtion edustajat äänestämään siten, ettei haettaisi muutosta päätökseen ensimmäisen velan muuntamisesta, sekä toteuttamaan tarvittavat toimenpiteet kaikkien jatkotoimenpiteiden peruuttamiseksi. Tuomioistuimen päätöksestä, jolla velan muuntaminen kumottiin, tuli lopullinen elokuussa 2006. Osakepääomaa pienennettiin marraskuussa 2007. Velan muuntamisen peruuntumisesta aiheutunut velka lisättiin tilinpäätökseen alkuperäisen arvonsa (95 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria) mukaisesti. Se oli nyt 317 miljoonaa Romanian leuta.

II.2.3 *Myöhemmin kertynyt velka*

33) Sen jälkeen kun velka ensimmäisen kerran siirrettiin AVASille kesäkuussa 2002, valtiovarainministeriö jatkoi kesäkuusta 2002 joulukuuhun 2006 marraskuussa 1999 käyttöön otettuihin valtiontakauksiin liittyvien maksujen suorittamista. Vuosina 2003–2006, kun vuonna 2003 tehty velan muuntaminen oli vielä voimassa, valtiovarainministeriö suoritti valtiontakaukseen liittyviä lisämaksuja yhteensä 191 miljoonaa Romanian leuta. Lisäksi valtiovarainministeriö siirsi AVASille näiden kahden tahon kesäkuussa 2002 tekemän sopimuksen mukaisesti kaikki nämä saatavat peräkkäisissä erissä valtiontakausten perusteella suoritettujen todellisten maksujen jälkeen. AVAS myös muutti kyseiset saatavat Yhdysvaltain dollareiksi. Vuonna 2006 niiden määrä oli 60 miljoonaa dollaria.

34) Näin ollen Romanian liittyessä Euroopan unioniin 1 päivänä tammikuuta 2007 Oltchimin velka AVASille oli yhteensä 60 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria. ([12])

II.3. **Tapahtumat Romanian EU:hun liittymisen jälkeen**

II.3.1 *Velan kehittyminen*

35) Oltchim on 1 päivästä tammikuuta 2007 suorittanut kaikkiin ulkoisiin lainoihin liittyvät maksut. Valtiovarainministeriö ei ole enää lainkaan suorittanut valtiontakaukseen liittyviä maksuja.

36) Marraskuussa 2007 Oltchimin tilinpäätökseen vietiin 95 miljoonan Yhdysvaltain dollarin määrä, joka syntyi velan muuntamisen peruuttamisen seurauksena, sekä lisämaksuihin liittyvä 60 miljoonan Yhdysvaltain dollarin määrä, eli yhteensä 155 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria (508 miljoonaa Romanian leuta). Tämä 155 miljoonan Yhdysvaltain dollarin suuruinen julkinen velka on Oltchimin kirjanpidossa esitetty Romanian leuina (508 miljoonaa Romanian leuta). Tämä Yhdysvaltain dollareina ilmaistu velka siis siirrettiin Oltchimin kirjanpitoon Romanian leuina. Romanian rahayksikköinä ilmoitettu määrä ei ole muuttunut, sillä yritys on ilmoittanut kunakin uutena raportointijaksona taseessa alkuperäisen, leuina ilmoitetun arvon ([13]). Se on ollut kulloinkin sovellettavaa arvoa korkeampi, sillä Romanian leun arvo on ajan myötä revalvoitunut Yhdysvaltain dollariin nähden.

37) Poikkeusasetuksessa nro 51/1998 säädetystä yleissäännöstä [ks. johdanto-osan 27 kappale] poiketen AVAS peri vuonna 2007 hallituksen poikkeusasetuksen nro 45/2006 2 §:n 2 momentin nojalla vuosien 2003–2006 osalta 29,9 miljoonaa Romanian leuta korkoa (yhden vuoden LIBOR-korko ([14]) Yhdysvaltain dollareina tehdyille talletuksille) valtiovarainministeriön sille siirtämistä Oltchimin velkasitoumuksista, jotka oli vuonna 2003 muunnettu osakkeiksi.

38) Tämän seurauksena Oltchimin velka AVASille oli marraskuusta 2007 alkaen yhteensä 155 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria (508 miljoonaa Romanian leuta), johon lisättiin 29 miljoonaa Romanian leuta, eli yhteensä 538 miljoonaa Romanian leuta. Tästä eteenpäin päätöksessä ilmaistaan velka Romanian leuina, sillä myös ilmoitettu velan muuntaminen on ilmaistu näin.

II.3.2 *Toinen velan muuntaminen*

39) Romanian parlamentti hyväksyi tammikuussa 2007 lailla nro 30/2007 poikkeusasetuksen 45/2006, jossa AVAS valtuutetaan peruuttamaan velan ensimmäinen muuntamismenettely ja toteuttamaan uusi, jossa tällä kertaa noudatetaan vähemmistöosakkaiden etuosto-oikeutta.

40) Kuitenkin myös toinen yritys muuntaa velka kohtasi vastustusta, kun uusi suurin vähemmistöosakas PCC kieltäytyi osallistumasta siihen.

41) PCC oli ostanut Oltchimista 7,5 miljoonalla eurolla 1,2 prosentin osuuden toukokuussa 2007 eli sen jälkeen kun ensimmäisen muuntamisen kumoava kansallisen tuomioistuimen päätös tuli lopulliseksi, sillä Oltchim tai Romanian viranomaiset eivät hakeneet siihen muutosta. Kun velan muuntaminen peruutettiin yrityksen tilinpäätöksessä, PCC:n 1,2 prosentin osuus muuttui 12 prosentin osuudeksi. ([15])

([11]) Hallituksen poikkeusasetus nro 45/2006.

([12]) Kuten johdanto-osan 32 kappaleessa selvitetään, velan muuntamisen peruuttamisen seurauksena syntynyt 95 miljoonan Yhdysvaltain dollarin määrä vietiin Oltchimin tilinpäätökseen vasta vuoden 2007 aikana.

([13]) Uusi leu (RON) korvasi vanhan leun (ROL) 1 päivänä heinäkuita 2005 siten, että 1 RON = 10 000 ROL.

([14]) *London interbank offered rate*, Lontoon pankkienvälisillä markkinoilla käytettävä korko.

([15]) PCC osti toukokuussa 2011 pörssistä vielä 3,6 prosentin osuuden, josta se maksoi 2,6 miljoonaa euroa. Kesäkuussa 2011 PCC SE teki sopimuksen yrityksen *UK investment fund Carlson Ventures Ltd* kanssa, joka myös oli ostanut Oltchimin osakkeita pörssistä. PCC ja *Carlson Ventures* omistavat nyt yhdessä 32 prosenttia Oltchimin osakkeista.

42) PCC teki huhtikuussa 2008 komissiolle kantelun, jossa se katsoi velan muuntamiseen sisältyvän sisämarkkinoille soveltumatonta valtiontukea [ks. johdanto-osan 2 kappale].

43) Varmistaakseen, että SEUT-sopimuksen 108 artiklan 3 kohtaa sovelletaan, Romanian viranomaiset päättivät pyytää komissiolta valtiontukisääntöihin liittyvän hyväksynnän ennen toista velan muuntamista ja ilmoittivat toimenpiteen komissiolle.

II.4. **Oltchim-yrityksen tämänhetkinen tilanne**

44) Romanian viranomaisten mukaan ne yrittivät uudelleen yksityistää yritystä velan avulla vuosina 2006 ja 2008, kun vuonna 2003 toteutettu velan muuntaminen oli peruutettu vuonna 2006. Niiden mukaan yksikään sijoittaja ei ollut kiinnostunut ostamaan yritystä vallinneissa olosuhteissa.

45) Lisäksi Romanian viranomaisten mukaan yritys on kamppaillut vuodesta 2008 seuraavien vaikeuksien kanssa: i) tärkeimpiä raaka-aineita ei enää saatu tärkeimmältä toimittajalta Arpechimiltä, ii) merkittävällä velalla, jonka vuonna 2003 toteutetun velan muuntamisen peruuttaminen aiheutti marraskuussa 2007, oli kielteistä vaikutusta yrityksen varojen nettoarvolle, iii) yrityksen liian vähäinen pääoma, joka johtui myös velan muuntamisen peruuttamisesta, ja iv) maailmanlaajuisen rahoitus- ja talouskriisin vaikutukset.

46) Oltchimin liiketappio vuonna 2008 oli 71 miljoonaa Romanian leuta (17 miljoonaa euroa), nettotappio 226 miljoonaa Romanian leuta (54 miljoonaa euroa) ja kertyneet tappiot yhteensä 1,367 miljardia Romanian leuta (325 miljoonaa euroa). Sen jälkeen kun tärkein eteenintuottaja Arpechim lopetti toimintansa marraskuussa 2008, yritys toimi 45 prosentin kapasiteetilla ja noin kolmasosa henkilöstöstä lomautettiin.

47) Vuoden 2008 lopussa AVASin hallussa olleet Oltchimin osakkeet siirrettiin talousministeriölle.

48) Joulukuussa 2009 Oltchim hankki varallisuutta (eteenilaitoksen) entiseltä toimittajaltaan Arpechimilta [0]–[10] euron (*) ostohintaan. Se maksoi Arpechimin varastoista/tarvikkeista [10]–[20] miljoonaa euroa. Romanian viranomaisten mukaan kauppa rahoitettiin asiakkaiden suorittamilla ennakkomaksuilla. Arpechim aloitti toimintansa uudelleen toukokuussa 2011.

49) Oltchimin vuotta 2009 koskeva tilinpäätös 31 päivänä joulukuuta 2009 osoittaa, että sen toimintatappiot olivat 26 miljoonaa euroa (109 miljoonaa Romanian leuta), nettotappiot 52,4 miljoonaa euroa (220 miljoonaa Romanian leuta), kertyneet tappiot 377 miljoonaa euroa (1,584 miljoonaa Romanian leuta) ja negatiiviset omat varat 112 miljoonaa euroa (469 miljoonaa Romanian leuta).

50) Oltchimin tilinpäätös 31 päivänä joulukuuta 2010 puolestaan osoittaa liikevoittoa 56 miljoonaa euroa, nettovoittoa 32 miljoonaa euroa (220 miljoonaa Romanian leuta) ja kertyneitä tappioita 383 miljoonaa euroa. Positiivinen liike- ja nettotulos johtuu siitä, että Arpechim-varallisuuden, joka ostettiin [0]–[10] eurolla, arvo arvioitiin uudelleen [80]–[100] miljoonaksi euroksi. Erotus merkittiin kirjanpitoon edullisesta kaupasta syntyneenä voittona.

51) Oltchimin tilinpäätös ([16]) vuoden 2011 ensimmäiseltä puolivuotiskaudelta 30 päivänä kesäkuuta 2011 osoittaa, että sen toimintatappiot olivat 7,4 miljoonaa euroa ja nettotappiot 17,4 miljoonaa euroa, kertyneet tappiot 401 miljoonaa euroa ja negatiiviset omat varat 358 miljoonaa euroa (ottamatta huomioon velkaa AVASille).

III. **MENETTELYN ALOITTAMISTA KOSKEVA PÄÄTÖS**

52) Komissio aloitti 15 päivänä syyskuuta 2009 muodollisen tutkintamenettelyn kahdesta Romanian heinäkuussa 2009 ilmoittamasta tukitoimesta Oltchimin hyväksi. Toimet olivat seuraavat:

— toimenpide 1: yhteensä 538 miljoonan Romanian leun (noin 128 miljoonaa euroa) muuntaminen osakkeiksi ja

— toimenpide 2: ”osakkaan takaus”, joka kattaa 80 prosenttia 424 miljoonan euron arvoisesta nykyaikaistamisinvestointien jatkamiseen tarkoitetusta kaupallisesta lainasta (Romania peruutti toimenpidettä 2 koskevan ilmoituksen 22 päivänä kesäkuuta 2011 päivätyllä kirjeellä).

53) Komissio epäili, että – toisin kuin Romania katsoo – ilmoitetulla tukikokonaisuudella annetaan yritykselle perusteetonta etua ja se on SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua valtiontukea.

54) Lisäksi menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä todettiin, että mahdollista valtiontukea on myös se, ettei valtio ole 1 päivästä tammikuuta 2007 perinyt jäljellä olevasta julkisesta lainasta korkoja ja/tai viivästysmaksuja, jäljempänä ’toimenpide 3’.

55) Komissio epäili myös sitä, että toimenpiteet voitaisiin katsoa SEUT-sopimuksen mukaisiksi voimassa olevien valtiontukisääntöjen nojalla, mikäli niihin katsotaan sisältyvän valtiontukea.

(*) Liikesalaisuus.

([16]) Välitilinpäätöksen (30 päivänä kesäkuuta 2011) luvut on ilmoitettu euroina.

IV. **ROMANIAN HUOMAUTUKSET MENETTELYN ALOITTAMISTA KOSKEVASTA PÄÄTÖKSESTÄ**

56) Romanian viranomaiset esittivät vastauksessaan menettelyn aloittamista koskevasta päätöksestä, ettei yksikään kolmesta toimenpiteestä ole SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua valtiontukea, sillä Romanian valtio toimi markkinaperiaatteiden mukaisesti.

57) Romania totesi erityisesti, että ilmoitetuilla toimenpiteillä (velan muuntaminen ja osakkeenomistajan takaus) varmistettiin Oltchimin kannattavuus, sillä niillä ratkaistiin liian vähäisen pääoman ongelma ja hankittiin tarvittavat varat yrityksen kasvustrategian toteuttamiseksi. Lisäksi Romania korosti, että komission on otettava huomioon valtion kaksoisrooli Oltchimin osakkeenomistajana ja velkojana.

58) Romanian mukaan toimenpide 3 ei ole valtiontukea, sillä velan perimättä jättäminen liittyi tiukasti suunniteltuun velan muuntamiseen, ja Romanian viranomaiset ovat toimineet johdonmukaisesti siten kuin markkinatoimija olisi toiminut vastaavassa tilanteessa.

V. **ASIANOMAISTEN ESITTÄMÄT HUOMAUTUKSET**

59) Vestolit ilmaisi 26 päivänä tammikuuta 2010 menettelyn aloittamista koskevasta päätöksestä antamissaan huomautuksissa huolensa Romanian heinäkuussa 2009 ilmoittamasta tukikokonaisuudesta. Vestolit katsoo olevansa Oltchimin kilpailija, sillä molemmat toimivat PVC:n tuotannon alalla. Sen mukaan yksikään yksityinen sijoittaja ei olisi osallistunut investointiohjelmaan, jonka ainoana tarkoituksena oli Arpechimin vanhan eteenilaitoksen nykyaikaistaminen.

60) Ineos totesi 21 päivänä tammikuuta 2010 päivätyssä kirjeessään, että menettelyn aloittamista koskevan päätöksen tietojen perusteella Oltchim vaikuttaa vaikeuksissa olevalta yritykseltä, minkä vuoksi on epätodennäköistä, että yksityinen sijoittaja olisi toteuttanut Romanian valtion Oltchimin hyväksi hyväksymät tukitoimet. Ineos huomautti myös, että Euroopan PVC-markkinoilla on merkittävää ylikapasiteettia, minkä vuoksi yhdelle markkinatoimijalle myönnetyllä mahdollisella tuella on voimakas vääristävä vaikutus.

61) Firebirdin 28 päivänä toukokuuta 2010 esittämien huomautusten sisältö on samankaltainen kuin edellä mainittujen huomautusten.

62) Myös eräs muu Oltchimin kilpailija, anonyymi osapuoli I, esitti Vestolitin ja Ineosin kanssa samansuuntaisia huomioita. Se totesi myös, ettei toimintatukea voida katsoa SEUT-sopimuksen mukaiseksi, eikä Oltchimin tapauksessa vaikuta olevan muitakaan perusteita sisämarkkinoille soveltuvuudelle.

63) Anonyymi osapuoli II totesi 27 päivänä tammikuuta 2010 päivätyssä kirjeessä, että kaikki menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä esitetyt tukitoimet ovat sisämarkkinoille soveltumatonta tukea. Lisäksi anonyymi osapuoli II esitti seuraavaa:

a) Oltchimille vuosina 1995–2000 myönnetyt valtiontakaukset olivat edelleen voimassa Romanian EU:hun liittymisen jälkeen 31 päivään lokakuuta 2009 asti, minkä vuoksi niitä pitäisi käsitellä liittymispäivästä alkaen uutena tukena,

b) vaikeudet, joita Oltchim on kohdannut sen jälkeen kun valtiontakaukset otettiin käyttöön marraskuussa 1999, johtuvat yrityksen rakenteellisista ongelmista (tehoton johto, epäonnistuneet liiketoimintastrategiat, todellisen ja tehokkaan rakenneuudistuksen puute),

c) Arpechimin osto on Oltchimin kaupallisten etujen vastaista eikä tuota voittoa tulevaisuudessa,

d) valtiovarainministeriön kesäkuusta 2002 joulukuuhun 2006 valtiontakauksen perusteella suorittamat maksut osoittavat, että Oltchim oli vaikeuksissa koko kyseisen jakson ajan,

e) Romania on todella yrittänyt yksityistää yrityksen vain yhden kerran, vuonna 2001, ja myöhemmät ”epäonnistuneet” yksityistämisyritykset vuosina 2003 ja 2006 olivat ainoastaan osa strategiaa jättää julkinen velka perimättä,

f) heinäkuussa 2009 ilmoitetun tukikokonaisuuden perustana oleva liiketoimintasuunnitelma ei ollut luotettava varsinkaan herkkyysanalyysin ja investoinnin odotetun tuoton osalta,

g) valtio olisi kärsinyt suuret tappiot tukiessaan näin laajaa investointiohjelmaa, sillä Oltchimin yksityistämisestä saadut tulot eivät olisi kattaneet tukitointen kustannuksia,

h) kun otetaan huomioon, että ilmoitettuihin toimenpiteisiin sisältyy valtiontukea, Romanian olisi pitänyt esittää Oltchimia koskeva rakenneuudistussuunnitelma, jonka perusteella olisi ollut mahdollista arvioida tuen soveltuvuutta sisämarkkinoille yritysten pelastamista ja rakenneuudistusta koskevien suuntaviivojen ([17]) nojalla.

([17]) Yhteisön suuntaviivat valtiontuesta vaikeuksissa olevien yritysten pelastamiseksi ja rakenneuudistukseksi (EUVL C 244, 1.10.2004, s. 2).

64) PCC kiinnitti myöhemmin menettelyn aikana komission huomion siihen, että Romanian ympäristönsuojeluvirasto (*Agenția pentru Protecția Mediului*) asetti Oltchimille kesäkuussa 2010 14,34 miljoonan euron ympäristösakon, koska tämä oli toimittanut vuoden 2009 hiilidioksidipäästöjä koskevat todistukset myöhässä. ([18]) PCC:n mukaan sakkojen mahdollinen perimättä jättäminen on yritykselle myönnettyä ylimääräistä valtiontukea. Myös Firebird tuo 8 päivänä heinäkuuta 2010 päivätyssä kirjeessään esiin ympäristösakot.

65) PCC ilmoitti komissiolle lokakuussa 2010 ja lokakuussa 2011 myös, että valtion omistamalla sähköyhtiöllä SC Electrica SA:lla, jäljempänä 'Electrica', ja muilla valtion omistuksessa olevilla velkojilla (suolaliuoksen ja kalkkikiven tuottaja Salrom Exploatarea Minieră Rm Vâlcea ja prosessihöyryn tuottaja SC CET Govora SA) on Oltchimilta huomattavia uudelleenjärjestettyjä velkasaatavia.

VI. ROMANIAN HUOMAUTUKSET ASIANOMAISTEN OSAPUOLTEN HUOMAUTUKSISTA

66) Romania viittasi asianomaisten osapuolten huomautuksiin 8 päivänä huhtikuuta 2010 antamassaan vastauksessa ilmoitukseen ja aikaisempiin huomioihinsa menettelyn avaamista koskevasta päätöksestä.

67) Erityisesti Romania katsoi, että toisin kuin yksi kolmansista osapuolista väittää, Arpechimin petrokemian tuotantoa koskevan varallisuuden ostaminen ja nykyaikaistaminen sisältää kaikki tarvittavat rakenneuudistukset ja on yrityksen pitkän aikavälin kestävyyden kannalta keskeisen tärkeä. Sen mukaan Oltchimin ja Arpechimin yhdistetty petrokemian laitos voi tuottaa voittoa.

68) Romania myös toisti näkemyksensä, jonka mukaan Oltchimin velkasitoumusten perimiseksi toteutetut toimet eivät tuottaneet Oltchimille minkäänlaista etua. Lisäksi Romania toteaa aikovansa todella yksityistää Oltchimin.

VII. ILMOITUKSEN PERUUTTAMINEN VALTIONTAKAUKSEN OSALTA (TOIMENPIDE 2)

69) Euroopan yhteisön perustamissopimuksen 93 artiklan soveltamista koskevista yksityiskohtaisista säännöistä annetun neuvoston asetuksen (EY) N:o 659/1999 ([19]) 8 artiklan mukaan jäsenvaltio voi peruuttaa ilmoituksen hyvissä ajoin ennen kuin komissio on tehnyt päätöksen ilmoitetun toimenpiteen tukiluonteesta. Tällaisessa tapauksessa komissio lopettaa kyseisen menettelyn päätöksellä, jossa menettely todetaan tarpeettomaksi.

70) Romanian viranomaiset peruuttivat valtiontakausta koskevan ilmoituksen (takaus kattaa 80 prosenttia enintään 424 miljoonan euron lainasta). Tämän vuoksi komission tutkintamenettely on tullut toimenpiteen 2 osalta tarpeettomaksi.

VIII. ROMANIAN ASEMA TOIMENPITEEN 2 PERUUTTAMISEN JÄLKEEN

VIII.1. Toimenpiteen 1 muuttaminen – Romanian aikomus yksityistää

71) Helmikuussa 2011 EU:lta ja Kansainväliseltä valuuttarahastolta, jäljempänä 'IMF', pyydettiin yhteistä ennalta varautuvaa rahoitustukea Romanian talouskasvun lujittamiseksi. Painopiste oli rakenneuudistuksissa sekä julkisen talouden kestävyyden parantamisessa ja taloudellisen vakauden lisäämisessä. Neuvosto teki toukokuussa 2011 päätöksen ([20]), jossa Romanian käyttöön annetaan keskipitkällä aikavälillä enintään 1,4 miljardia euroa ennalta varautuvaa rahoitustukea. Maaliskuussa 2011 IMF hyväksyi uuden Romaniaa koskevan valmiusluottojärjestelyn. ([21]) IMF antaa tämän sopimuksen nojalla Romanian käyttöön rahoitustukea 3 090,6 miljardin erityisen nostooikeuden (3,5 miljardia euroa) arvosta seuraavien kahden vuoden aikana. Rahoituksen edellytyksenä on, että Romania saavuttaa useita tavoitteita budjettialijäämän pienentämiseksi. Edellytykset on esitetty Romanian viranomaisten esittämässä aiesopimuksessa ja ne on otettu huomioon teknisessä yhteisymmärryspöytäkirjassa. Teknisen yhteisymmärryspöytäkirjan tavoitteisiin kuuluu muun muassa maksurästien ja valtionyhtiöiden tappioiden vähentäminen. Romania sitoutui aiesopimuksessa ja 2 päivänä joulukuuta 2011 tehdyssä teknisessä yhteisymmärryspöytäkirjassa ([22]) ilmoittamaan yksityistämistarjouksesta huhtikuun 2012 loppuun mennessä.

72) Tämä tapahtui sen jälkeen, kun Romanian viranomaiset olivat antaneet vuoden 2011 aikana useita julkisia ilmoituksia Romanian hallituksen aikeista yksityistää Oltchim.

73) Romania ilmoitti myös komissiolle sitoumuksestaan yksityistää Oltchim. Romanian pääministeri Emil Boc ilmoitti 21 päivänä lokakuuta 2011 varapuheenjohtaja Joaquin Almuníalle osoittamassaan kirjeessä, että Romania sitoutui yksityistämään Oltchimin (myös velan muuntamiseen liittyvät osakkeet) kokonaisuudessaan toukokuuhun 2012 mennessä. Romaniaan nimitettiin uusi hallitus 9 päivänä helmikuuta 2012, ja uusi pääministeri Mihai-Răzvan Ungureanu vahvisti tämän sitoumuksen 16 päivänä helmikuuta 2012.

([18]) Hallituksen päätöksen nro 780/2006, jolla pannaan täytäntöön neuvoston direktiivi 2003/87, mukaisesti toimijoiden on toimitettava edellisen vuoden hiilidioksipäästöjään koskevat todistukset 30 päivään huhtikuuta mennessä. Todistusten toimittamisen myöhästyminen johtaa sakkoon.

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

([20]) Neuvoston päätös 2011/288/EU (EUVL L 132, 19.5.2011, s. 5).

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

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

74) Romania ei aio jäädä budjettirajoitustensa vuoksi Oltchimin omistajaksi ja rahoittaa tarvittavia investointeja valtiontakauksella, vaan se haluaa myydä omistamansa Oltchimin osakkeet.

VIII.2. **Toimenpiteen 3 tilanne – korkoja koskeva sopimus**

75) Romanian viranomaiset ilmoittivat 9 päivänä syyskuuta 2011 päivätyllä kirjeellä komissiolle aikovansa periä korkoa AVASin antamasta 538 miljoonan Romanian leun velasta 1 päivästä tammikuuta 2007. Romania selitti myös, että tämä tapahtuisi AVASin ja Oltchimin välisellä velkasopimuksella, jolla yritys hyväksyy erääntyneen koron. Romanian viranomaiset totesivat samassa kirjeessä, että näin kertyneet korot muunnetaan lisäksi osakkeiksi yhdessä julkisen velkapääoman kanssa, kuten toimenpiteen 1 yhteydessä oli ilmoitettu.

76) Romanian viranomaiset toimittivat 23 päivänä joulukuuta 2011 päivätyllä kirjeellä jäljennöksen AVASin ja Oltchimin 22 päivänä joulukuuta 2011 tekemästä yksityisoikeudellisesta sopimuksesta, jolla yritys tunnusti julkisesta velasta 1 päivästä tammikuuta 2007 31 päivään joulukuuta 2011 kertyneet yhteensä 511 miljoonan Romanian leun korot. Romanian viranomaiset selittivät, että koroille laskettiin korkoa siten, että asianomaisten jaksojen korkona on käytetty korkeinta korkoa, jota kaupalliset pankit ovat soveltaneet yritykselle tosiasiallisesti myönnettyihin lainoihin 1 päivästä tammikuuta 2007. Samoin on käytetty komission soveltamia viite- ja diskonttokorkoja. Tämän menettelyn tuloksena saatiin seuraavassa esitettävät korot sekä AVASille maksettavan velan kertyneet korot:

Taulukko 1

AVASin perimien korkojen jakautuminen vuosina 2007–2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Sovellettava korko	1.1-30.6 -> 11,17 % 1.7-31.12 -> 10,24 %	14,86 %	18,85 %	14,00 %	13,22 %
Koron määrä (pyöristettynä, **miljoonaa Romanian leuta**)	58	87	129	114	123

AVASille maksettavan velan korot yhteensä vuodesta 2007: 511 miljoonaa Romanian leuta

77) Romanian viranomaiset ilmoittivat samassa kirjeessä, että valmistelut 538 miljoonan Romanian leun suuruisen AVAS-velan sekä siitä kertyneiden korkojen muuntamiseksi aloitettaisiin siten, että ehdotettua yksityistämisaikataulua voitaisiin noudattaa.

VIII.3. **Romanian yksityistämisaikeista esittämät näkemykset**

78) Kuten edellä on esitetty, Romania peruutti toimenpiteen 2 (ks. VII jakso edellä). Peruutettuaan ilmoituksen valtiontakauksen osalta Romanian viranomaiset katsoivat, että nykyinen toimenpide 1 eli 538 miljoonan Romanian leun suuruisen AVASille maksettavan velan sekä siihen liittyvien, ajalta 1 päivästä tammikuuta 2007 31 päivään joulukuuta 2011 maksettavien 511 miljoonan Romanian leun suuruisten korkojen muuntaminen osakkeiksi ei ole SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua valtiontukea. Romania katsoo edelleen, että toimenpide soveltuu markkinoille eikä tämän vuoksi tuota etua Oltchimille. Romanian viranomaiset toteavat, että AVAS hyötyy velkojana velan perimistä enemmän siitä, että koko velka muunnetaan osakkeiksi ja koko sen osuus yrityksestä myydään nopeasti, sillä AVASin hallussa olevan osuuden markkina-arvo on velan muuntamisen jälkeen suurempi kuin summa, jonka AVAS saisi yhtiön selvitystilasta

79) Romania esitti seurantaraportin, jonka on laatinut Raiffeisen Capital & Investment SA, jäljempänä 'seurantaraportti', osoittaakseen, että valtion paras strategia tuoton maksimoimiseksi on velan muuntaminen osakkeiksi ja tätä nopeasti seuraava yhdistettyjen osakeosuuksien myynti.

80) Seurantaraportissa analysoidaan AVAS-velkasitoumusten arvoa toisaalta selvitystilaskenaariossa ja toisaalta velan muuntamis- ja yksityistämisskenaariossa.

81) Selvitystilaskenaarion arviointi perustuu kahteen selvitystilaa koskevaan raporttiin (aiempi Raiffeisenin helmikuussa 2011 laatima raportti ja toinen, riippumattoman asiantuntijan Romcontrol SA Bucureștin maaliskuussa 2011 laatima raportti). Valtion tulot velan muuntamis- ja yksityistämisskenaariossa arvioitiin yritysarvomenetelmän avulla. Tämä on yksi tärkeimmistä yritysten arvioinnissa käytettävistä mittausmenetelmistä. (Jäljempänä IX.3.3 osastossa esitetään yksityiskohtaisesti käytetyt menetelmät ja arvioinnin tulokset sekä komission analyysi näistä.)

82) Raportissa todetaan, että muuntamalla koko velka osakkeiksi yksityistäminen sujuisi helpommin ja nopeammin ja että kyseisessä vaihtoehdossa taloudellinen tulos olisi AVASin kannalta parempi kuin selvitystilaan asetettaessa.

IX. **ARVIOINTI**

IX.1. **Yleisiä huomioita**

83) Selvittääkseen, ovatko analysoidut toimenpiteet valtiontukea, komission on arvioitava, täyttävätkö ne SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohdan edellytykset. Artiklassa todetaan seuraavaa: ”Jollei perussopimuksissa toisin määrätä, jäsenvaltion myöntämä taikka valtion varoista muodossa tai toisessa myönnetty tuki, joka vääristää tai uhkaa vääristää kilpailua suosimalla jotakin yritystä tai tuotannonalaa, ei sovellu sisämarkkinoille, siltä osin kuin se vaikuttaa jäsenvaltioiden väliseen kauppaan”.

84) Komissio toteaa, että koska ilmoitus peruutettiin toimenpiteen 2 osalta (ks. VII jakso edellä), ainoastaan toimenpiteet 1 ja 3 arvioidaan. Romania liitti velan muuntamisen osakkeiksi Oltchimin yksityistämiseen, joten toimenpidettä 1 on muutettu. Tämän vuoksi toimenpide arvioidaan sellaisen oletuksen perusteella, että AVASin hallussa oleva osuus myydään välittömästi muuntamisen jälkeen yksityiselle sijoittajalle oikeudenmukaisessa, avoimessa ja läpinäkyvässä myyntiprosessissa, jolla pyritään maksimoimaan AVASin tulot.

85) Lisäksi komissio katsoo, että sitä, antoiko velkoja AVASin tapa käsitellä velkaa 1 päivän tammikuuta 2007 jälkeen, Oltchimille perusteetonta etua, on arvioitava siten, että huomioon otetaan erityisasetus nro 51/1998 [ks. johdanto-osan 26 kappale] ja laki nro 30/2007, jolla AVAS valtuutetaan muuntamaan velka uudelleen. Samoin olisi otettava huomioon komissiolle tehty velan muuntamista koskeva ilmoitus, johon viitattiin menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä toimenpiteenä 1, sekä toimenpiteen 1 muutos seurauksena komission esittämistä epäilyistä ja EU-IMF -ohjelmasta aiheutuneista sitoumuksista.

86) Lisäksi komissio toteaa, että aikomus yksityistää yritys kokonaan toukokuun 2012 loppuun mennessä, kuten Romanian viranomaiset ilmoittivat 21 päivänä lokakuuta 2011 lähettämässään kirjeessä ja pääministeri Ungureanu vahvisti 16 päivänä helmikuuta 2012 päivätyssä kirjeessään, katsotaan erottamattomaksi osaksi toimenpidettä.

87) Komissio toteaa toisaalta Oltchimin ympäristösakosta ja toisaalta sen erääntyvistä veloista yrityksille Electrica SA, Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea ja SC CET Govora SA, etteivät kyseiset toimenpiteet kuuluneet menettelyn aloittamista koskevan päätöksen soveltamisalaan. Ne eivät siis voi kuulua tämänkään päätöksen soveltamisalaan. Komissio ilmoittaa aikanaan kantelijalle kyseisiin seikkoihin liittyvistä asetuksen (EY) N:o 659/1999 10 artiklan mukaisista tulevista toimista.

IX.2. **Komission toimivalta ennen Euroopan unioniin liittymistä**

88) Kuten edellä V jaksossa on todettu, anonyymi osapuoli II katsoi, että eräät Oltchimille vuosina 1995–2000 myönnetyistä valtiontakauksista olivat yhä voimassa Romanian liityttyä EU:hun, nimittäin 31 päivään lokakuuta 2009 asti, ja niitä olisi pidettävä liittymispäivästä alkaen uutena tukena. Komission on näin ollen arvioitava kyseisen näkemyksen paikkansapitävyys ja mahdolliset vaikutukset ilmoitettujen toimenpiteiden arviointiin.

89) Yleissääntönä SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohtaa sovelletaan vasta liittymispäivästä alkaen. Poikkeus sääntöön ovat toimenpiteet, joita on sovellettu ennen liittymistä ja joiden soveltamista jatketaan sen jälkeen. Vuonna 2005 tehdyn Romanian liittymissopimuksen ([23]) mukaan Romaniassa ennen liittymispäivää (1 päivä tammikuuta 2007) täytäntöön pantuja ja tämän jälkeen sovellettuja toimenpiteitä, jotka voivat olla SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua valtiontukea ja jotka eivät täytä asetuksessa (EY) N:o 659/1999 ([24]) tarkoitettuja edellytyksiä, pidetään uutena tukena liittymisestä alkaen SEUT-sopimuksen 108 artiklan 3 kohdan soveltamisessa.

90) Bulgarian ja Romanian liittymisasiakirjan ([25]) liitteessä V olevan 2.1 kohdan toisessa kappaleessa todetaan kyseisen liittymisasiakirjan 22 artiklan mukaisesti, että ”kaikkia vielä liittymispäivän jälkeen sovellettavia toimenpiteitä, jotka ovat valtion tukea ja jotka eivät täytä edellä esitettyjä edellytyksiä, pidetään uutena tukena liittymisestä alkaen EY:n perustamissopimuksen 88 artiklan 3 kohdan soveltamisessa”.

91) Edellä mainittu säännös kattaa tämän vuoksi ennen liittymispäivää (1 päivä tammikuuta 2007) täytäntöön pannut toimenpiteet, joiden soveltaminen jatkuu kyseisen päivän jälkeen. Useissa komission päätöksissä ([26]) esitetyn

([23]) EUVL L 157, 21.6.2005, s. 268.
([24]) EUVL L 83, 27.3.1999, s. 1.
([25]) EUVL L 157, 21.6.2005, s. 268.
([26]) Ks. esimerkiksi komission asiassa E 12/2005, Poczta Polska -operaattorille myönnetty rajoittamaton valtiontakaus, 24 päivänä huhtikuuta 2007 tekemä päätös, EUVL C 284, 27.11.2007, s. 2; komission asiassa C 27/2004, Agrobanka, 18 päivänä heinäkuuta 2007 tekemä päätös, EUVL L 67, 11.3.2008, s. 3; komission asiassa CZ 14/2003, *Česka Spořitelna, a.s.,* 28 päivänä tammikuuta 2004 tekemä päätös, EUVL C 195, 31.7.2004, s. 2; ja komission asiassa CZ 58/2003 *Evrobanka, a.s.,* 3 päivänä maaliskuuta 2004 tekemä päätös, EUVL C 115, 30.4.2004, s. 40.

määritelmän mukaan käsite ”liittymispäivän jälkeen soveltaminen” kattaa tukiohjelmat ja yksittäiset toimenpiteet, joita ei ole rajoitettu ajallisesti tai joissa valtion vastuuta ei ole tarkkaan rajoitettu. Kyse on siis tapauksista, joissa valtion vastuuta ei vielä tiedetä tarkasti liittymispäivänä. Edellä esitettyjen seikkojen perusteella on siis tarpeen määritellä, sovellettiinko Oltchimin hyväksi vuosina 1995–2000 annettuja valtiontakauksia liittymisen jälkeen edellä mainitussa päätöskäytännössä tarkoitetulla tavalla. Tätä varten on varmistettava, etteivät valtiontakaukset olleet ajallisesti rajoitettuja eikä valtion vastuu tarkasti tiedossa liittymisajankohtana.

92) Komissio on tarkastellut kyseisten valtiontakausten ehtoja ja toteaa, että ne olivat erillisiä ja yksittäisiä tapauskohtaisia toimenpiteitä, joilla valtio auttoi yritystä saamaan lainoja määrätyille määrille ja tietyille määräajoille. Määräaika, johon asti takaukset olivat voimassa, vahvistettiin niiden antamisen yhteydessä, sillä takaukset olivat voimassa saman ajan kuin taustalla olevat lainat, joiden voimassaoloaika oli tarkasti määritelty. Tätä voimassaoloaikaa ei muutettu myöhemmin. Näin ollen takausten voimassaolo oli liittymisajankohtana ajallisesti rajoitettu ja se oli vahvistettu ennen liittymistä eli lainan myöntämisen yhteydessä. Komission on näin ollen todettava, että edellytykset ensimmäiselle tilanteelle, jossa toimenpide katsotaan ”uudeksi tueksi” liittymispäivästä alkaen, eli se, ettei tuki ole liittymisajankohtana ajallisesti rajattu, eivät täyty tässä tapauksessa.

93) Toiseksi valtion maksimivastuu oli rajoitettu takauksien myöntämishetkellä, sillä takaukset kattavat ainoastaan juuri sen lainan, jota varten ne on myönnetty. Tämän vuoksi liittymispäivän jälkeen soveltamisen toinen edellytys eli se, ettei valtion vastuu ole liittymispäivänä tarkasti tiedossa, ei myöskään täyty.

94) Lisäksi komissio panee merkille, että valtiontakaukset otettiin käyttöön ennen liittymispäivää. Takausten käyttöönottopäivästä alkaen valtio oli vastuussa takaamiensa lainojen maksamatta olevien määrien takaisinmaksusta. Yrityksen velvoitteet kyseisten lainojen takaisinmaksuun siirtyivät valtiolle, ja siitä tuli näin ollen Oltchimin velkoja takausten perusteella maksettujen summien osalta. Kuten edellä II.2 jaksossa todetaan, takausten perusteella suoritettiin maksuja vuoteen 2006 asti. Maksuja ei suoritettu enää liittymispäivän jälkeen, koska Oltchim pystyi hoitamaan maksamatta olleet lainaerät itse.

95) Sen vuoksi voidaan päätellä, että Oltchimille vuosina 1995–2000 myönnettyjä valtiontakauksia ei voida luokitella Bulgarian ja Romanian liittymissopimuksen liitteessä V olevan 2.1 kohdan toisessa kappaleessa tarkoitetuksi uudeksi tueksi.

IX.3. **Valtiontuen olemassaolo: Etu**

IX.3.1 *Yksityistä velkojaa koskeva testi*

96) Romania väittää, että ilmoitettu toimenpide, joka muodostuu 1 049 miljoonan Romanian leun suuruisen julkisen velan muuntamisesta osakkeiksi ja sen seurauksena syntyvän koko julkisen osakeomistuksen myymisestä pian sen jälkeen (toukokuun 2012 loppuun mennessä), ei anna yritykselle kohtuutonta etua, koska julkisen velkojan AVASin kanssa samanlaisessa tilanteessa olevat yksityiset velkojat olisivat valinneet tämän menetelmän velkojen takaisinsaamiseksi yrityksen selvitystilan sijasta, joka on julkisen velkojan kannalta taloudellisesti epäedullisempi vaihtoehto.

97) Sen määrittämiseksi, antaako ilmoitettu toimenpide perusteettoman edun Oltchimille, komission olisi arvioitava, jatkoiko julkinen velkoja AVAS julkisen velan takaisinperintää yhtä uutterasti kuin yksityinen velkoja, joka pyrkii maksimoimaan velkansa takaisinperinnän ([27]). Tässä yhteydessä otetaan huomioon se, että siirrettäessä julkinen velka AVASille velan takaisinperinnästä vastaa laitos, jolla ei ole yritykseen muuta suhdetta kuin velkojan ja velallisen välinen suhde. Arvioinnissa ei sivuuteta sitä seikkaa, että talousministeriö on Oltchimin julkinen osakas, mutta siinä otetaan huomioon, että julkinen osakas ei osallistu julkisen velan takaisinperintään, mikä on annettu velkojana toimivan AVASin tehtäväksi. Komissio toteaa kuitenkin, että velan muuntamisesta ja sen jälkeisestä yksityistämisestä nykyiselle osakkaalle eli talousministeriölle aiheutuvia vaikutuksia on myös arvioitava, jotta voitaisiin päätellä, onko ehdotettu velan muuntaminen ja sen jälkeinen yksityistäminen taloudellisesti parempi vaihtoehto valtiolle kuin koko yrityksen asettaminen selvitystilaan.

IX.3.2 *Julkisen velan takaisinperintä – Toimenpiteen 3 arviointi*

98) Komissio katsoi menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä, että valtiontukea voisi sisältyä myös siihen, ettei valtio ole perinyt Oltchimilta korkoa ja/tai viivästysmaksuja erääntyneestä julkisesta velasta sen jälkeen, kun Romania liittyi Euroopan unioniin. Kyseinen julkinen velka syntyi seurauksena valtiontakausten käyttöönotosta (ks. valtiontakausten kuvaus edellä johdanto-osan 23–27 kappaleessa ja arviointi johdanto-osan 88–95 kappaleessa). Menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä komissio katsoi, että koron tai julkisen velan perimisen laiminlyönti antoi Oltchimille edun, koska yritys sai pääomaa ilman maksua.

99) Sen arvioimiseksi, käyttäytyikö Romania yksityisen velkojan tavoin valtiontakausten käyttöönotosta syntyneen maksamatta olevan velan osalta, on arvioitava Romanian valtion käyttäytymistä vuodesta 2007 tähän päivään asti Romanian viranomaisten käytettävissä eri ajankohtina olleiden tietojen perusteella.

([27]) Ks. asia C-342/96, *Espanja v. komissio (Tubacex)*, Kok. 1999, s. I-2459, 46 kohta, asia T-152/99, *HAMSA v. komissio*, Kok. 2002, s. II-3049, 167 kohta.

100) Ensinnäkin komissio toteaa, että korkojen ja viivästysmaksujen perimättä jättäminen vuodesta 2007 toimenpidettä 1 koskevan ilmoituksen muuttamiseen asti on seurausta erityisasetuksesta 51/1998 (ks. johdanto-osan 27 kappale). Lisäksi on otettava huomioon laki 30/2007, jossa AVASille annetaan tehtäväksi suorittaa uudelleen velan muuntaminen. Kyseisenä ajankohtana Romanian viranomaiset suunnittelivat Oltchimin toimintojen jatkamista ja lisäinvestointeja yrityksen selvitystilaan asettamisen sijasta.

101) Sen vuoksi komission on ensinnäkin varmistuttava siitä, toimiko Romania yksityisen velkojan tavoin, kun se vuonna 2007 päätti muuntaa velan osakkeiksi sen sijaan että olisi pyrkinyt velan takaisinperintään ja/tai yrityksen selvitystilaan. Tältä osin komissio toteaa, että Romania oli noudattanut velkojen osakkeiksi muuntamisen strategiaa Oltchimin toimintojen jatkamiseksi ensimmäisestä (epäonnistuneesta) yrityksestä vuonna 2003 alkaen. Näin ollen Romanian viranomaisten toiminta oli tältä osin yhdenmukaista niiden aikaisemman toiminnan kanssa. Markkinoiden reaktiot aikaisempiin yksityistämisyrityksiin ja vähemmistöosakkaiden nostamat oikeuskanteet osoittavat, että markkinat uskoivat Oltchimin liiketoiminnan olevan pohjimmiltaan elinkelpoista.

102) Lisäksi komissio toteaa, että Romanian käytettävissä oli myös Oltchimin liiketoimintasuunnitelma ([28]), jonka mukaan yritys oli elinkelpoinen.

103) Näiden tekijöiden perusteella komissio katsoo, että Romania toimi velkojana järkevästi päättäessään muuntaa velat osakkeiksi ja antaa lain, jonka mukaan maksamatta olevasta velasta ei peritä korkoja ja viivästysmaksuja, koska kyseinen velka oli joka tapauksessa tarkoitus muuntaa osakkeiksi.

104) Se, että Romania haki valtiontuen hyväksymistä ennen velan muuntamista osakkeiksi, ei muuta tätä arviota. Tehdessään näin Romania pelkästään täytti SEUT-sopimuksen 108 artiklan 3 kohdan mukaiset velvoitteensa. Ottaen huomioon vaikeudet, joita Romanialla oli ollut aikaisemmin vähemmistöosakkaiden kanssa ja oli edelleen lakia 30/2007 sovellettaessa, oli järkevää hakea komissiolta vahvistus sille, ettei suunniteltu toimenpide ollut valtiontukea.

105) Valtiontuen arvioinnin ja lykkäysvelvoitteen soveltamisen vuoksi velan muuntaminen osakkeiksi lykkääntyi lopulta viidellä vuodella. Tältä osin komissio panee ensinnäkin merkille, että vuoden 2011 puoliväliin asti Romanialla oli vakaa aikomus panna täytäntöön laaja Oltchimia koskeva investointistrategia, josta tehtiin useita asiantuntijatutkimuksia ([29]). Korkojen periminen julkisesta velasta olisi ollut ristiriidassa valtion lisäinvestointistrategian kanssa, jolla pyrittiin palauttamaan yrityksen kannattavuus ja lisäämään sen arvoa yrityksen yksityistämiseksi keskipitkällä tai pitkällä aikavälillä.

106) Seurauksena epäilyistä, joita komissio esitti menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessään laajasta investointistrategiasta, ja varsinkin seurauksena budjettiongelmista ja EU/IMF-ohjelmasta, Romania muutti strategiaansa vuonna 2011 ja päätti yksityistää yrityksen välittömästi sen jälkeen, kun velka on muunnettu osakkeiksi. Se luopui näin ollen alkuperäisistä suunnitelmistaan, joiden mukaan sen oli tarkoitus tehdä vielä 424 miljoonan euron investoinnit ennen yksityistämistä.

107) Tässä uudessa tilanteessa korkojen periminen velasta muuttui valtion kannalta järkeväksi strategiaksi velan takaisinperinnän maksimoimiseksi.

108) Kuten edellä johdanto-osan 75–77 kappaleessa kuvataan, julkisesta velasta perittiin koronkorkoa 1 päivästä tammikuuta 2007 alkaen yksityisellä sopimuksella, jonka Oltchim ja AVAS tekivät joulukuussa 2011. Erityisesti on huomattava, että julkiseen velkaan sovelletut korot vastasivat aina korkeimpia korkoja: joko komission viitekorkoja tietyllä ajanjaksolla tai yrityksen yksityisiin lainoihin sovellettuja, riittäviksi katsottuja korkoja samalla ajanjaksolla.

109) Edellä esitetyn perusteella komissio päättelee, ettei Oltchimille koitunut etua tavasta, jolla viranomaiset pyrkivät liittymisen jälkeen perimään takaisin julkisen velan, joka nyt oli tarkoitus muuntaa osakkeiksi.

IX.3.3 *Velan muuntaminen – toimenpide 1*

110) Komission on myös arvioitava, antaako toimenpide 1, joka muodostuu (ilmoituksen muuttamisen jälkeen – ks. johdanto-osan 14–16, 69–70 ja 75–77 kappale) yhteensä 1 049 miljoonan Romanian leun suuruisen julkisen velan muuntamisesta osakkeiksi ja pian sen jälkeen toteutettavasta koko julkisen osakeomistuksen myynnistä (yksityistäminen), perusteettoman edun Oltchimille. Osakkeiksi

([28]) Erityisesti oli olemassa Oltchimin johdon vuosille 2006–2010 laatima liiketoimintasuunnitelma, Raiffeisenin toukokuussa 2007 laatima riippumaton neuvoa-antava lausunto ja Techno Orbichemin toukokuussa 2007 laatima tekninen raportti.

([29]) Esim. komissiolle 17 päivänä heinäkuuta 2009 ilmoitettu liiketoimintasuunnitelma ja Roland Bergerin laatima, 13 päivänä huhtikuuta 2011 päivätty tutkimus, jonka Romanian viranomaiset toimittivat komissiolle 14 päivänä huhtikuuta 2011.

muunnettava julkinen velka sisältää 538 miljoonan Romanian leun suuruisen julkisen velkapääoman, joka on yksityistämisvirasto AVASin hallussa, ja AVASin velalle 1 päivästä tammikuuta 2007 31 päivään joulukuuta 2011 kertyneet 511 miljoonan Romanian leun korot.

111) Sen arvioimiseksi, antaako ehdotettu velan muuntaminen perusteetonta etua Oltchimille, olisi määritettävä, onko velan muuntaminen todella paras keino maksimoida julkisen velan takaisinperintä kuten Romania esittää. Käytännössä komission on määritettävä, olisiko hypoteettinen yksityinen velkoja, joka on yksityistämisvirasto AVASiin (Oltchimin velkoja) verrattavissa olevassa tilanteessa, todella käyttänyt mieluummin kyseistä keinoa velan takaisinperimiseksi verrattuna muihin käytettävissä oleviin takaisinperintävaihtoehtoihin, kun otetaan huomioon, että velallinen on vakavissa taloudellisissa vaikeuksissa. Talousministeriöllä, joka on Oltchimin nykyinen osakas, ei ole mitään roolia julkisen velan takaisinperinnässä, mutta kahden mahdollisen skenaarion tulokset julkisen osakkaan kannalta otetaan siitä huolimatta huomioon jäljempänä esitetyssä analyysissa.

112) Romania väittää, että yrityksen nykytilanteen vuoksi (vakava pääoman puute ja liiallinen velkaantuneisuus) ainoat realistiset vaihtoehdot, jotka julkisen velkojan (AVAS) kanssa samanlaisessa tilanteessa olevalla yksityisellä velkojalla olisi, ovat joko i) asettaa yritys selvitystilaan tai ii) muuntaa velka osakkeiksi ja sen jälkeen myydä muodostuva omistusosuus yrityksestä. Mikä tahansa yksityinen velkoja valitsisi näistä vaihtoehdoista sen, joka maksimoi velan takaisinsaannin. Toisin sanoen velkoja valitsisi velan muuntamisen ja sen jälkeisen yksityistämisen, jos yksityistämisestä odotettavissa oleva tuotto ylittäisi määrän, joka olisi mahdollista saada selvitystilan kautta.

113) Sen osoittamiseksi, että velan muuntaminen ja sen jälkeinen omistusosuuden myynti tuo velkojalle enemmän tuloja kuin selvitystila, Romania toimitti riippumattoman konsultin raportin (ks. johdanto-osan 78–82 kappale), jossa vertaillaan kyseisten kahden skenaarion (velan muuntaminen ja sen jälkeinen yksityistäminen sekä selvitystila) tuloksia velkojan kannalta.

114) Komissio on tarkastellut raporttia kriittisesti varmistaakseen, että sen tulokset kestävät tarkastelua ja todella osoittavat, että muuntamalla velan osakkeiksi AVAS toimii yksityisen velkojan tavoin. Tarkastelun jälkeen komissio toteaa seuraavaa:

115) **AVASin saatavien arvo selvitystilaskenaariossa**: Selvitystilaa koskeva arviointi perustuu aikaisempaan helmikuussa 2011 laadittuun Raiffeisenin selvitystilaraporttiin sekä riippumattoman konsultin Romcontrol SA Bucharestin maaliskuussa 2011 laatimaan selvitystilaraporttiin.

116) Romanian lainsäädännön mukaan yritykset, joissa valtion omistusosuus on vähintään 50 % + 1, likvidoidaan niin sanotulla 'erityisellä vapaaehtoisella selvitystilamenettelyllä', josta säädetään hallituksen poikkeusasetuksessa 88/1997, hallituksen päätöksessä 577/2002 ja laissa 137/2002. Erityisessä vapaaehtoisessa selvitystilamenettelyssä selvitysmiehen yrityksen omaisuuserien myynnistä saama summa käytetään yrityksen maksamattomien velkojen maksamiseen siinä etusijajärjestyksessä, josta säädetään laissa 85/2006 (Romanian maksukyvyttömyyslaki). Näin ollen selvitystilasta saadut tulot on käytettävä velkojen maksamiseen seuraavassa järjestyksessä: 1) selvitystilakulut; 2) maksamatta olevat palkat; 3) etuoikeutetut velat (ts. velat, joiden vakuutena on pantteja, kiinnityksiä tai muita erityisiä etuoikeuksia); 4) verot ja muut verovelvoitteet; 5) valtiontakausten käyttöönotosta talousministeriölle syntyneet velat; 6) julkisista lainoista aiheutuvat velat; 7) tavalliset (vakuudettomat) velat; 8) osakkaanomistajat. Käsiteltävänä olevassa tapauksessa AVAS kuuluisi kolmanteen velkojaryhmään (etuoikeutetut velkojat), mutta sitä ennen olisi kuitenkin useita Oltchimin (yksityisiä) etuoikeutettuja velkojia, sillä julkisella velalla oli vain osittaiset vakuudet.

117) Konsulttina toiminut Romcontrol arvioi Oltchimin omaisuuserien likvidaatioarvon 15 päivänä joulukuuta 2010 oikaistun nettovarallisuuden menetelmää käyttäen, jossa otetaan huomioon se, että myytävät omaisuuserät ovat markkinoilla ainoastaan vähän aikaa ([30]).

118) Romcontrolin arvioiman omaisuuserien likvidaatioarvon perusteella Raiffeisen arvioi tuloksen velkojana olevan AVASin ja osakkeenomistajana olevan valtion kannalta. Se otti tässä arvioinnissa huomioon yrityksen velat 31 päivänä joulukuuta 2010 ja sen alustavan tilinpäätöksen samalta päivältä ("Raiffeisenin helmikuun 2011 selvitystilatutkimus"). Kyseisen tutkimuksen mukaan Oltchimin omaisuuserien myynnistä saatavien tulojen ansiosta olisi mahdollista periä takaisin noin [20]–[30] prosenttia yrityksen kaikista veloista. AVAS olisi osittaiset vakuudet omaavana velkojana saanut takaisin noin [80]–[100] miljoonaa Romanian leuta ([10]–[30] prosenttia silloisista 538 miljoonan Romanian leun kokonaissaatavista). Koska selvitystilasta saatavat tulot ovat pienemmät kuin yrityksen velat, valtio ei osakkeenomistajana saisi mitään.

119) Raiffeisen päivitti lokakuussa 2011 helmikuun 2011 selvitystilatutkimuksen arvioita siten, että niissä otetaan huomioon yrityksen tilinpäätöstiedot 30 päivältä kesäkuuta 2011 ja niihin sisältyy julkisesta velasta tammikuusta 2007 alkaen peritty korko.

([30]) Erityisen vapaaehtoisen selvitystilamenettelyn arvioitiin kestävän noin 18 kuukautta.

120) Päivitetyn arvion mukaan AVAS saisi osittaiset vakuudet saaneena Oltchimin velkojana takaisin [100]–[120] miljoonaa Romanian leuta koko velastaan (toisin sanoen [10]–[20] ([31]) prosenttia kokonaisvelasta eli 538 miljoonan Romanian leun suuruisesta velkapääomasta ja koroista). Julkinen osakas eli talousministeriö ei nytkään saisi mitään. Summa, jonka AVAS saisi, diskontattiin ([32]) nykyarvoonsa 30 päivälle kesäkuuta 2011. Sen seurauksena AVAS saisi yrityksen likvidoinnin tapauksessa [10]–[40] miljoonaa euroa.

Taulukko 2

Valtion saatavien perintä selvitystilaskenaariossa

	Saatavat (miljoonaa euroa)	Perintä yhteensä (miljoonaa euroa)	Perintä nettonykyarvossa, korko 10,7 % (miljoonaa euroa)
AVAS (velkoja)	209,4	[20]–[30]	[10]–[30]
Talousministeriö (osakas)	Osakeomistus	[0]–[10]	[0]–[10]
Valtio yhteensä		**[20]–[30]**	**[10]–[30]**

121) Tätä summaa on verrattava tuottoon, joka olisi odotettavissa AVASin saatavien muuntamisesta osakkeiksi ja sen jälkeisestä yrityksen yksityistämisestä.

122) **AVASin saatavien arvo velan muuntamis- ja yksityistämisskenaariossa**: raportissa velan muuntamis- ja yksityistämisskenaarion tulos valtion kannalta arvioitiin yritysarvoon perustuvalla menetelmällä, joka on yksi yritysten arvostuksessa käytetyistä perusmenetelmistä.

123) Tämän menetelmän käytön osalta komissio toteaa, että periaatteessa on useita menetelmiä, joilla yrityksen oman pääoman arvo voidaan arvioida.

124) Yksi usein käytetyistä menetelmistä on EBITDA-kerroin (EBITDA = tulos ennen korkoja, veroja, poistoja ja kuoletuksia). Sen avulla voidaan määrittää yrityksen oman pääoman arvo vuonna X kertomalla kyseisen vuoden EBITDA luvulla (kerroin), jota pidetään alalle sopivana, ja vähentämällä nettovelat saadusta tuloksesta.

125) Toinen menetelmä on diskontatun kassavirran analysointi. Yrityksen tulevien vuosien nimelliset vapaat kassavirrat diskontataan keskimääräisellä pääomakustannuksella (WACC) ([33]), ja nettovelka vähennetään saadusta arvosta.

126) Kolmas menetelmä on liikevaihtokertoimen käyttö. Sen avulla voidaan määrittää yrityksen oman pääoman arvo vuonna X kertomalla kyseisen vuoden liikevaihto luvulla (kerroin), jota pidetään alalle sopivana, ja vähentämällä nettovelka saadusta tuloksesta.

127) Kaikissa näissä menetelmissä (tuleva EBITDA, kassavirta tai liikevaihto) käytetään ennustettuja arvoja. Käsiteltävänä olevassa asiassa kaikkia liiketoimintasuunnitelmaan sisältyviin ennustettuihin arvoihin perustuvia arviointimenetelmiä ei ole mielekästä käyttää. Koska yritys on tarkoitus yksityistää välittömästi, ainoastaan uusi omistaja pystyy määrittämään yrityksen tulevan liiketoimintastrategian. Sen vuoksi näiden menetelmien käyttämiseksi merkityksellisiä liiketoimintasuunnitelmaa koskevia ennusteita ei ole saatavilla eikä niitä voida ennakoida ([34]). Koska uuden omistajan on tehtävä merkittäviä investointeja, myöskään yrityksen aikaisempien tulosten perusteella ei voida ennustaa tulevaisuutta.

128) Näissä olosuhteissa komissio katsoo, että Romanian valtion (toisin sanoen AVASin ja talousministeriön) yhteenlasketun osuuden arvo voidaan määrittää ainoastaan kahdella menetelmällä, käyttämällä pörssiarvoa tai yritysarvoa. On syytä huomata, että yritysarvon määrittämisessä käytetään myös samoja parametreja kuin pörssiarvon määrittämisessä.

129) Pörssiarvo määritellään kertomalla osakehinta liikkeeseen laskettujen osakkeiden lukumäärällä, jolloin saadaan yrityksen liikkeessä olevien osakkeiden kokonaisarvo. Tällä tavoin osoitetaan, mikä on yleinen käsitys yrityksen oman pääoman arvosta, ja sitä voitaisiin käyttää osoituksena yleisestä käsityksestä yrityksen nettovarallisuudesta.

([31]) Tämä [10]–[20] prosentin takaisinperintäaste on alhaisempi kuin aikaisemmin laskettu [15]–[25] prosentin aste, sillä huomioon on otettu myös AVASin perimä lisäkorko, joka on vakuudetonta velkaa.

([32]) Diskontattuna 30 päivälle kesäkuuta 2011 10,7 prosentin diskonttokorolla; WACC:n (*weighted average cost of capital* eli keskimääräinen pääomakustannus) on määritellyt konsulttiyritys Roland Berger 13 päivänä huhtikuuta 2011 päivätyssä tutkimuksessa, ja Romanian viranomaiset toimittivat sen komissiolle 14 päivänä huhtikuuta 2011.

([33]) Ks. alaviite 32.

([34]) Romania tosin esitti alkuperäisessä ilmoituksessa liiketoimintasuunnitelman, mutta sen sisältämät taloudelliset ennusteet perustuivat mittaviin 424 miljoonan euron investointeihin. Tällaisia ennusteita ei voida käyttää tässä yhteydessä, sillä valtio on luopunut suunnitelluista lisäinvestoinneista.

130) Oltchimin pörssiarvon laskenta perustui sen osakehintaan Bukarestin pörssissä ([35]) 44 kuukauden aikana (vuodesta 2008 elokuuhun 2011). Tämä ajanjakso on riittävän pitkä ollakseen merkityksellinen, ja pörssiarvo sen aikana on hyvä osoitus siitä, mitä markkinat ovat valmiit maksamaan yrityksestä.

131) Tältä osin komissio panee myönteisenä seikkana merkille sen, että osakkeen viimeaikainen hinta ajanjaksolla toukokuusta 2011 elokuuhun 2011 oli korkeampi kuin 44 kuukauden keskiarvo. Tarkemmin sanottuna 44 kuukauden painotettu keskiarvo on 0,53 Romanian leuta osaketta kohden, kun taas heinäkuussa 2011 osakehinta nousi jopa 2,05:een Romanian leuhun ([36]). Näin ollen markkina-arvon määrittämisessä käytettyjen tietojen voidaan katsoa olevan varovaisia.

132) Lisäksi komissio toteaa osakehinnan kehityksestä syyskuusta 2011 alkaen (viimeisimmät Raiffeisenin tutkimuksessa käytetyt tiedot) myönteisenä seikkana, että viime aikoina (lokakuun puolivälistä 2011 alkaen) osakehinta on noussut merkittävästi ja ollut jatkuvasti korkeampi kuin pörssiarvolaskelmassa käytetty 0,53 Romanian leun painotettu keskiarvo.

Kuvio 1

Oltchimin osakehinnan kehitys Bukarestin pörssissä 23.2.2011–23.2.2012



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

133) Ennen suunniteltua velan muuntamista Oltchimin pörssiarvo tarkasteluajanjaksolla (tammikuusta 2008 elokuuhun 2011) oli painotettuna keskimäärin ([37]) 45 miljoonaa euroa ja tarkastelujakson viimeisten kolmen kuukauden aikana (vuoden 2011 kesäkuusta elokuuhun) se oli jatkuvasti yli 100 miljoonaa euroa. Sen vuoksi pörssiarvo ylittää selvästi Oltchimin likvidaatioarvon ([10]–[40] miljoonaa euroa). Tämä on ensimmäinen osoitus siitä, että valtion omistusosuuden myyminen yksityistämisessä olisi yrityksen selvitystilaa parempi vaihtoehto.

134) Toinen menetelmä, jota voidaan käyttää, on yritysarvo. Yritysarvo on yrityksen arvon mitta, jota käytetään usein vaihtoehtona yksinkertaiselle pörssiarvolle, sillä sen katsotaan antavan tarkemman kuvan yrityksen arvosta. Yritysarvo määritellään yrityksen pörssiarvon ja nettorahoitusvelan summaksi. Raiffeisen Capital käytti tätä menetelmää.

135) Pörssiarvon laskemisen jälkeen yritysarvon toinen osatekijä, nettovelka, laskettiin yrityksen kaikkien rahoitusvelkojen summana (yrityksen kaikki korolliset velat eli pankkilainat ja erääntyneet/uudelleenjärjestetyt velat) ([38]).

136) Seuraavaksi on mahdollista laskea yritysarvon sekä osakekohtaisen yritysarvon mediaani, keskiarvo ja painotettu keskiarvo 44 kuukauden jaksolla. Raportissa se tehtiin kahdessa skenaariossa: sopimuksen nojalla velasta perityn koron kanssa ja ilman sitä.

137) Tältä osin komissio on sitä mieltä, että sopimuksen nojalla perittyä korkoa ei pitäisi ottaa huomioon laskettaessa yritysarvoa seuraavista syistä: jos velka lisääntyy, oma pääoma vähenee, *ceteris paribus*. Nämä vaikutukset ovat vastakkaisia eikä niiden pitäisi periaatteessa johtaa muutokseen yritysarvossa. Jos markkinat tietäisivät korosta, ne laskisivat osakkeiden hintaa vastaavasti. Tässä tapauksessa korko kuitenkin lisättiin jälkikäteen eivätkä markkinat voineet ennakoida sitä. Sen vuoksi merkityksellisiä ovat ne tiedot, jotka olivat markkinoiden käytössä arvonmäärityksen aikaan.

138) Näiden seikkojen perusteella on tarkasteluajanjaksolle laskettu seuraavat osakekohtaiset yritysarvot.

([35]) Myytyjen osakkeiden osuus vaihteli kyseisellä ajanjaksolla välillä 0,01–13,45 prosenttia kaikista osakkeista kuukauden aikana.

([36]) Ajanjaksolla helmikuusta 2011 helmikuuhun 2012 52 viikon huippu oli jopa 2,21 Romanian leuta osaketta kohden.

([37]) Painotettu keskiarvo laskettiin kaupankäynnin kohteena olleiden osakkeiden määrän perusteella.

([38]) Vähemmistöosakkuuksia ja etuoikeutettuja osakkeita ei ole, ja käteisvarojen ja vastaavien varojen arvo oli merkityksetön, joten niitä ei otettu huomioon nettovelan laskemisessa.

Taulukko 3

Oltchimin osakekohtaisen yritysarvon laskeminen tarkasteluajanjaksolla

Ajanjakso	Osakkeiden lukumäärä	Keskimääräinen osakehinta	Pörssiarvo (osakehinta x osakemäärä)	Nettovelka, tuhatta Romanian leuta	Yritysarvo (pörssiarvo + nettovelka), tuhatta Romanian leuta	Osakekohtainen yritysarvo
Tammi -08	343 023 858	1,10	378	[1 200]-[1 400]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Helmi -08	343 023 858	0,91	314	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Maalis -08	343 023 858	0,81	279	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Huhti -08	343 023 858	0,87	300	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Touko -08	343 023 858	1,04	358	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Kesä -08	343 023 858	0,96	330	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Heinä -08	343 023 858	0,72	247	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Elo -08	343 023 858	0,63	216	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Syys -08	343 023 858	0,47	160	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Loka -08	343 023 858	0,37	127	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Marras -08	343 023 858	0,21	71	[1 200]-[1 400]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Joulu -08	343 023 858	0,16	54	[1 400]-[1 600]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Tammi -09	343 023 858	0,15	51	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Helmi -09	343 023 858	0,13	45	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Maalis -09	343 023 858	0,15	53	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Huhti -09	343 023 858	0,25	84	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Touko -09	343 023 858	0,27	93	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Kesä -09	343 023 858	0,30	104	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Heinä-09	343 023 858	0,33	113	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Elo -09	343 023 858	0,32	109	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Syys -09	343 023 858	0,28	96	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Loka -09	343 023 858	0,27	91	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Marras -09	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Joulu -09	343 023 858	0,26	89	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Tammi -10	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Helmi -10	343 023 858	0,22	77	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Maalis -10	343 023 858	0,27	92	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Huhti -10	343 023 858	0,31	105	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Touko -10	343 023 858	0,22	76	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Kesä -10	343 023 858	0,21	71	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Heinä -10	343 023 858	0,18	62	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Elo -10	343 023 858	0,19	64	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Syys -10	343 023 858	0,19	66	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Loka -10	343 023 858	0,22	76	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Marras -10	343 023 858	0,22	75	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[4]-[6]
Joulu -10	343 023 858	0,20	69	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Tammi -11	343 023 858	0,21	74	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]

Ajanjakso	Osakkeiden lukumäärä	Keskimääräinen osakehinta	Pörssiarvo (osakehinta x osakemäärä)	Nettovelka, tuhatta Romanian leuta	Yritysarvo (pörssiarvo + nettovelka), tuhatta Romanian leuta	Osakekohtainen yritysarvo
Helmi -11	343 023 858	0,26	88	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Maalis -11	343 023 858	0,30	102	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Huhti -11	343 023 858	0,44	152	[2 000]-[2 200]	[2 100]-[2 200]	[5]-[7]
Touko -11	343 211 383	0,77	265	[2 000]-[2 200]	[2 300]-[2 400]	[5]-[7]
Kesä -11	343 211 383	1,61	551	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]
Heinä -11	343 211 383	2,05	702	[2 000]-[2 200]	[2 800]-[2 900]	[6]-[8]
Elo -11	343 211 383	1,32	452	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]

139) Tämän taulukon perusteella laskettiin osakekohtaisen yritysarvon mediaani, keskiarvo ja painotettu keskiarvo.

Taulukko 4

Oltchimin osakekohtaisen yritysarvon mediaani, keskiarvo ja painotettu keskiarvo

	Osakehinta	Osakekohtainen yritysarvo
Mediaani	[0,10]–[0,30]	[4]–[6]
Keskiarvo	[0,30]–[0,50]	[4]–[6]
Painotettu keskiarvo	[0,40]–[0,60]	[4]–[6]

140) Edellä kuvaillulla tavalla laskettua yritysarvoa (mediaani, keskiarvo, painotettu keskiarvo) voidaan käyttää valtion omistusosuuden arvon määrittämiseksi 'velan muuntamisen jälkeen' vähentämällä tästä yritysarvosta muuntamisen jälkeen jäljellä oleva yrityksen velka; tämä velka yrityksen on edelleen maksettava takaisin.

141) Tulokseksi saadaan oman pääoman kokonaismäärän markkina-arvo, kuten taulukossa 5 osoitetaan.

Taulukko 5

Oman pääoman markkina-arvon laskeminen yritysarvoa käyttämällä

Velan muuntamisen jälkeisen oman pääoman kokonaismäärän arvon laskeminen	Skenaariot		
	Yritysarvo, joka perustuu 44 kuukauden osakehintojen **mediaaniin**	Yritysarvo, joka perustuu 44 kuukauden osakehintojen **keskiarvoon**	Yritysarvo, joka perustuu 44 kuukauden osakehintojen **painotettuun keskiarvoon**
Osakekohtainen yritysarvo (Romanian leuta)	[4]–[6]	[4]–[6]	[4]–[6]
Osakkeiden lukumäärä ennen muuntamista	343 211 383	343 211 383	343 211 383
Yritysarvo (milj. Romanian leuta)	[1 700]–[1 800]	[1 800]–[1 900]	[2 000]–[2 100]
Nettovelka velan muuntamisen jälkeen (milj. Romanian leuta)	[1 600]–[1 700]	[1 600]–[1 700]	[1 600]–[1 700]
Oman pääoman markkina-arvo (milj. Romanian leuta)	[100]–[200]	[200]–[300]	[400]–[500]
Oman pääoman markkina-arvo (milj. euroa)	[20]–[30]	[50]–[60]	[90]–[100]

142) Edellä kuvaillussa laskennassa käytetyn nettorahoitusvelan osalta on todettava, että laskennan molemmissa vaiheissa, eli i) yritysarvon laskennassa ja ii) sen jälkeisessä vähennyslaskussa, jolla päästään oman pääoman markkina-arvoon, olisi periaatteessa käytettävä perustana yrityksen velan markkina-arvoa.

143) Komissio toteaa kuitenkin ensiksi, että Oltchimin velkaa ei myydä eikä velkakaupalle ole paikallisia markkinoita, minkä vuoksi kyseiselle velalle on erittäin vaikeaa määrittää markkinahinta. Sen sijaan olisi mahdollista määrittää velan teoreettinen markkina-arvo selvittämällä yrityksen luokitus ennen velan muuntamista ja sen jälkeen. Tämän luokituksen avulla voitaisiin sitten arvioida maksukyvyttömyyden todennäköisyys, jota puolestaan voitaisiin käyttää velan markkina-arvon arvioimiseen. Ilman tällaisia luokituksia komissio ei pitänyt arviointia mahdollisena ja katsoi, että huonosti arvioidun markkina-arvon käyttämisestä aiheutuvat virheet olisivat merkittäviä.

144) Toiseksi jos oletetaan, että nettovelka myydään samalla alennuksella suhteessa kirjanpitoarvoonsa ennen velan muuntamista ja sen jälkeen, laskelman tulokset eivät muutu ollenkaan riippumatta alennuksen suuruudesta. Mikä tahansa muutos nettorahoitusvelan arvossa johtaisi suhteelliseen, päinvastaiseen muutokseen pörssiarvossa. Sillä, lisätäänkö velan kirjanpitoarvo vai sen markkina-arvo, ei ole merkitystä, sillä velan arvo lisätään ensin yritysarvon määrittämiseksi ja sen jälkeen vähennetään osakkeiden uuden arvon saamiseksi.

145) Kolmanneksi jos oletetaan, että muuntamisen jälkeen jäljellä oleva velka myydään eri alennuksella kuin ennen muuntamista, mielekkäässä laskentatavassa olisi otettava huomioon se, että velan osakkeiksi muuntamisen jälkeen jäljellä olevan velan markkina-arvo olisi todennäköisesti edelleen alhaisempi kuin sen kirjanpitoarvo, mutta joka tapauksessa korkeampi kuin velan markkina-arvo ennen muuntamista. Ilman perustaa näiden alennusten määrittämiseksi ei kuitenkaan ole mahdollista simuloida alennuksen muutoksen vaikutuksia, sillä samanaikaisesti olisi muutettava liian monia parametreja.

146) Toisaalta komissio toteaa, että Oltchimin tilinpäätökset on laadittu IFRS-standardien mukaisesti ja ne on tarkastanut riippumaton tilintarkastaja KPMG. Rahoitusvelat on esitetty tilinpäätöksissä käypään arvoon IAS 39 -standardin määräysten mukaisesti. IAS 39 -standardissa määritellään käypä arvo rahamääräksi, johon omaisuuserä voitaisiin vaihtaa tai jolla velka voitaisiin suorittaa asiaa tuntevien, liiketoimeen halukkaiden osapuolten kesken tavanomaisissa kilpailuolosuhteissa. Tämän perusteella KPMG todisti, että yrityksen pitkäaikaisen velan käypä arvo ei poikennut merkittävästi sen kirjanpitoarvosta.

147) Edellä esitetyn perusteella komissio katsoo, että on todellakin asianmukaista käyttää velan kirjanpitoarvoa laskettaessa oman pääoman markkina-arvoa.

148) Laskelman kestävyyden varmentamiseksi komissio suoritti kuitenkin lisäksi herkkyysanalyysin, eli se määritti nettovelan muuntamista edeltävän kirjanpitoarvon ja markkina-arvon välisen prosenttimääräisen eron, joka tasoittaisi valtion omistusosuuden nykyarvon muuntamisen jälkeen ja likvidaatioarvon, olettaen, että velan markkina-arvo vastaa sen kirjanpitoarvoa velan osakkeiksi muuntamisen jälkeen. Tätä prosenttiarvoa voidaan pitää eräänlaisena 'virhemarginaalina' velan markkina-arvon arvioinnissa.

149) Komissio katsoo, että kaikista skenaarioista (mediaaniin, keskiarvoon ja painotettuun keskiarvoon perustuva yritysarvo) painotettu keskiarvo on tarkin skenaario, koska siinä arvot on painotettu myytyjen osakkeiden lukumäärän mukaan. Kyseisen skenaarion tapauksessa edellä mainittu marginaali on 15 prosenttia. Komissio päättelee, että tämän kokoinen marginaali on riittävän suuri sen päätelmän tekemiseksi, että yritysarvolaskelma perustuu luotettaviin tietoihin.

150) Kun oman pääoman markkina-arvo on laskettu, voidaan laskea oman pääoman markkina-arvosta johtuva valtion omistusosuuden arvo julkisen osakeomistuksen perusteella, joka on velan muuntamisen jälkeen seuraavanlainen ([39]):

Taulukko 6

Romanian valtion omistusosuus Oltchimista ennen suunniteltua velan muuntamista ja sen jälkeen

	Omistusosuus **ennen** velan muuntamista	Omistusosuus velan muuntamisen **jälkeen** AVASin velka ja sille kertynyt korko muodostavat muunnetun velan
AVAS	0 %	[80]–[100] %
Talousministeriö	54,81 %	[0]–[5] %
Valtio yhteensä	54,81 %	[80]–[100] %

151) Sen jälkeen kun AVASin päävelka ja siitä sopimuksen nojalla peritty korko on muunnettu, Oltchimin osakkeiden markkina-arvo vaihtelee [20]–[30] miljoonan euron ja [90]–[100] miljoonan euron välillä. Tämän seurauksena yhteenlasketun valtion omistusosuuden ([80]–[100] %) nykyarvo ([40]) on [15]–[30] miljoonan ja [75]–[90] miljoonan euron välillä. Taulukossa 7 esitetään yritysarvot kaikissa skenaarioissa, ja niitä verrataan selvitystilan tapauksessa sovellettaviin arvoihin.

([39]) Analyysiä tehtäessä raportissa ei otettu huomioon yksityisten osakkaiden mahdollista osallistumista pääomankorotukseen, koska sillä ei katsota olevan vaikutusta Romanian valtion omistusosuuden arvoon.

([40]) Diskontattuna 10,7 prosentin diskonttaustekijällä 30 päivälle kesäkuuta 2011 kuten likvidaatioarvo.

Taulukko 7

Velan muuntamista ja sen jälkeistä yksityistämistä koskevien skenaarioiden vertailu selvitystilaskenaarioon yritysarvomenetelmän perusteella

Odotetut valtion tulot, miljoonaa euroa	Velan muuntaminen ja välitön yksityistäminen			Selvitystilan kautta saatujen tulojen nettonykyarvo	Vertailu
	Yritysarvo, joka perustuu osakehinnan 44 kuukauden **mediaaniin**	Yritysarvo, joka perustuu osakehinnan 44 kuukauden **keskiarvoon**	Yritysarvo, joka perustuu osakehinnan 44 kuukauden **painotettuun keskiarvoon**		
Osakkeiden markkina-arvo	[20]–[30]	[45]–[60]	[90]–[100]		
Yhteenlasketun julkisen omistusosuuden markkina-arvo	[15]–[40]	[45]–[60]	[80]–[100]		
Yhteenlasketun julkisen omistusosuuden (98,44 %) nettonykyarvo	[15]–[40]	[30]–[50]	[75]–[90]	[10]–[40]	Selvitystila < velan muuntaminen ja yksityistäminen
AVASin omistusosuuden (96,54 %) nettonykyarvo	[15]–[40]	[30]–[50]	[70]–[80]	[10]–[40]	Selvitystila < velan muuntaminen ja yksityistäminen
Talousministeriön omistusosuuden (1,9 %) nettonykyarvo	[0]–[1]	[0]–[1]	[1]–[2]	[0]–[1]	Selvitystila < velan muuntaminen ja yksityistäminen

152) Kaikissa arvioiduissa yritysarvoskenaarioissa tulokset ovat sekä julkisen velkojan AVASin että julkisen osakkaan talousministeriön kannalta paremmat velan muuntamisen ja sen jälkeisen yksityistämisen kuin yrityksen selvitystilan tapauksessa. Nykyisen julkisen osakkaan, talousministeriön, omistusosuus pienenee velan muuntamisessa, jonka seurauksena velkojana olevalle AVASille syntyy [80]–[100] prosentin omistusosuus. Ministeriöllä ei kuitenkaan ole syytä vastustaa velan muuntamista, sillä selvitystilassa se ei saisi mitään omistusosuudestaan yrityksessä. Julkinen velkoja AVAS saisi selvitystilaa enemmän jopa siinä skenaariossa, jossa arvioitu yritysarvo on alhaisin ([10]–[30] miljoonaa euroa verrattuna [10]–[30] miljoonaan euroon).

153) Edellä esitetyn perusteella voidaan päätellä, että jos yritys yksityistetään kokonaisuudessaan pian velan muuntamisen jälkeen, ilmoitettu toimenpide (velan muuntaminen ja sen jälkeinen täydellinen yksityistäminen) ei anna etua Oltchimille, koska toimenpiteen ansiosta julkinen velkoja AVAS pystyy saamaan takaisin enemmän kuin jos se päättäisi asettaa yrityksen selvitystilaan. Tältä osin komissio panee merkille Romanian viranomaisten antaman sitoumuksen (ks. johdanto-osan 17 ja 73 kappale) yksityistää yritys kokonaisuudessaan 31 päivään toukokuuta 2012 mennessä.

154) Komissio katsoo, että pörssiarvomenetelmään ja yritysarvomenetelmään perustuvaa kvantitatiivista arviointia tukevat myös seuraavat kaksi seikkaa, joita riippumaton asiantuntija ei määrittänyt.

155) Ensinnäkin arviointi perustuu osakemarkkinahintaan. Koska valtion omistusosuus Oltchimista kuitenkin myydään yhtenä kokonaisuutena, ostaja saa määräysvallan yrityksessä. Sen vuoksi ostaja on halukas maksamaan omistusosuudesta enemmän, mikä on normaalia vastaavissa kaupoissa.

156) Toiseksi komissio panee merkille, että PCC oli vuonna 2007 valmis maksamaan 7,5 miljoonaa euroa 12 prosentin suuruisesta omistusosuudesta Oltchimissa ja vuonna 2011 2,6 miljoonaa euroa 3,6 prosentin omistusosuudesta. Tämä osoittaa, että yhden yksityisen sijoittajan mielestä Oltchimin arvo vuonna 2011 oli korkeampi kuin vuonna 2007 (koska se oli valmis maksamaan osakkeesta korkeamman hinnan) ja että vuoden 2011 kaupan perusteella kaikkien osakkeiden arvo olisi 73 miljoonaa euroa, mikä huomattavasti enemmän kuin likvidaatioarvo.

IX.4. **Etua koskeva päätelmä**

157) Edellä esitetyn perusteella, toisin sanoen sen perusteella, että i) yritys ei saanut perusteetonta etua siitä tavasta, jolla viranomaiset pyrkivät perimään takaisin sen julkisen velan, jota ilmoitettu toimenpide koskee, ja ii) velan muuntaminen ei sinällään anna perusteetonta etua yritykselle, komissio päättelee, että tällä hetkellä ilmoitettu toimenpide (aikaisempien toimenpiteiden 1 ja 3 yhdistelmä) ei täytä etua koskevaa arviointiperustetta. Tämän toteamuksen vuoksi muita SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohdasta aiheutuvia valtiontuen määritelmän kumulatiivisia arviointiperusteita ei tarvitse analysoida arvioitaessa tällä hetkellä ilmoitettua toimenpidettä.

X. **PÄÄTELMÄT**

158) SEUT-sopimuksen 108 artiklan 2 kohdan nojalla aloitettu muodollinen tutkintamenettely, joka koskee toimenpidettä 2, on lopetettava tarpeettomana, sillä kyseistä toimenpidettä koskeva ilmoitus on peruttu.

159) Tällä hetkellä ilmoitettu toimenpide (aikaisempien toimenpiteiden 1 ja 3 yhdistelmä) ei sisällä SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua valtiontukea.

160) Tämä päätelmä perustuu Romanian vakaaseen aikomukseen myydä Oltchimista omistamansa osuus kokonaisuudessaan, kuten pääministeri Emil Bocin 21 päivänä lokakuuta 2011 päivätyssä kirjeessä todetaan ja pääministeri Ungureanun 16 päivänä helmikuuta 2012 päivätyssä kirjeessä vahvistetaan uudelleen,

ON HYVÄKSYNYT TÄMÄN PÄÄTÖKSEN:

1 artikla

Komissio on päättänyt lopettaa Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 108 artiklan 2 kohdan mukaisen muodollisen tutkintamenettelyn ilmoitetusta valtion takauksesta Oltchimille (toimenpide 2), koska Romania on peruuttanut ilmoituksensa eikä jatka kyseistä toimenpidettä.

2 artikla

Toimenpide 1, josta Romania ilmoitti 17 päivänä heinäkuuta 2009 ja jota se muutti 22 päivänä kesäkuuta 2011, 9 päivänä syyskuuta 2011, 21 päivänä lokakuuta 2011 ja 16 päivänä helmikuuta 2012, ei ole Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua valtiontukea.

3 artikla

Toimenpide 3, jonka Romania aloitti vuonna 2007, ei ole Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua valtiontukea.

4 artikla

Tämä päätös on osoitettu Romanialle.

Tehty Brysselissä 7 päivänä maaliskuuta 2012.

Komission puolesta

Joaquín ALMUNIA

Varapuheenjohtaja