DECISÃO DA COMISSÃO

de 7 de março de 2012

relativa ao auxílio estatal n.º SA.29041 (C 28/2009, ex N 433/2009) Medidas de apoio a favor da empresa Oltchim SA Râmnicu Vâlcea

[notificada com o número C(2012) 1369]

(Apenas faz fé o texto em língua romena)

(Texto relevante para efeitos do EEE)

(2013/246/UE)

A COMISSÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (a seguir designado «TFUE»), nomeadamente o artigo 108.º, n.º 2, primeiro parágrafo [1],

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

Tendo em conta a decisão através da qual a Comissão decidiu dar início ao procedimento previsto no artigo 108.º, n.º 2, do TFUE relativamente ao auxílio C 28/2009 (ex N 433/2009) [2],

Após ter convidado as partes interessadas a apresentarem as suas observações, em conformidade com as disposições acima referidas, e tendo em conta essas mesmas observações,

Considerando o seguinte:

I. PROCEDIMENTO

(1) Em 17 de julho de 2009, a Roménia notificou duas medidas de apoio (a «notificação») a favor de Otchim SA Râmnicu Vâlcea (a seguir designada «Oltchim» ou «empresa»): i) a conversão da dívida às autoridades públicas no montante de 538 milhões de RON (aproximadamente 128 milhões de EUR [3]) em ações e ii) uma garantia estatal cobrindo 80 % de um empréstimo comercial no valor de 424 milhões de EUR. A Roménia notificou estas medidas de apoio estatais por razões de segurança jurídica, alegando que elas não implicaram auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE.

(2) Antes desta notificação, em 10 de abril de 2008, a PCC SE (a seguir designada «PCC»), uma empresa com sede em Duisburg, na Alemanha, que detém atualmente um pacote de ações de 18,31 % na Oltchim, apresentou uma denúncia formal, alegando que a conversão planificada da dívida em ações implicava um auxílio estatal incompatível.

(3) No seguimento do registo da queixa, a Comissão trocou correspondência e informações com as autoridades romenas, a Oltchim e a empresa autora da denúncia, e organizou várias reuniões com as autoridades romenas e os representantes da Oltchim, por um lado, e com os representantes da autora da denúncia, por outro.

(4) Em 15 de setembro de 2009, a Comissão iniciou um procedimento formal de investigação nos termos do artigo 108.º, n.º 2, do TFUE no que diz respeito às medidas notificadas (a seguir designada «decisão de início de procedimento»). A Roménia apresentou observações sobre a decisão de início de procedimento em 3 de novembro de 2009.

(5) A decisão de início de procedimento foi publicada no *Jornal Oficial da União Europeia* em 29 de dezembro de 2009 [4]. Por cartas datadas de 21 de dezembro de 2009, a Comissão convidou oito empresas potencialmente interessadas no procedimento, na qualidade de concorrentes da Oltchim, a formular observações sobre a decisão de início de procedimento.

(6) A Comissão recebeu observações de cinco terceiros interessados: por carta de 26 de janeiro de 2010, da empresa Vestolit GmbH & Co. KG (a seguir designada «Vestolit»); por carta de 26 de janeiro de 2010, da empresa Ineos ChlorVinyls (seguir designada «Ineos»); por cartas de 27 de janeiro e 28 de janeiro de 2010, de duas empresas que solicitaram que não fosse divulgada a sua identidade (a seguir designadas «partes anónimas I e II»); e por carta de 29 de janeiro de 2010, do Sr. Virgil Bestea, pessoa singular.

[1] Com efeitos a partir de 1 de dezembro de 2009, os artigos 87.º e 88.º do Tratado CE passaram a ser os artigos 107.º e 108.º, respetivamente, do TFUE. Os dois conjuntos de disposições são, na sua essência, idênticos. Para efeitos da presente decisão, quando pertinente, as referências aos artigos 107.º e 108.º do TFUE devem entender-se como referências aos artigos 87.º e 88.º, respetivamente, do Tratado CE. O TFUE também introduziu certas alterações na terminologia, tais como a substituição dos termos «Comunidade» e «mercado comunitário» por, respetivamente, «União» e «mercado interno». Na presente decisão, é utilizada a terminologia do TFUE.

[2] Decisão C(2009)6867 final da Comissão, de 15 de dezembro de 2009 (JO C 321 de 29.12.2009, p. 21-35).

[3] A taxa de câmbio do BCE em 17 de julho de 2009 era 1 EUR = 4,2 RON. Na presente decisão, todos os valores em RON são convertidos em EUR a esta taxa de câmbio, com exceção dos casos em que os valores estejam disponíveis ou tenham sido apresentados apenas em EUR, utilizando-se nestas situações apenas o valor em EUR.

[4] Ver nota de rodapé 2.

(7) Essas observações foram transmitidas à Roménia por carta de 2 de março de 2010. A Roménia respondeu às observações dos terceiros interessados por carta de 8 de abril de 2010.

(8) Um sexto terceiro interessado, Firebird Management LLC (a seguir designado «Firebird») – um fundo de investimento que detinha na altura 1,328 % das ações da Oltchim – apresentou informações e observações por cartas de 27 de maio de 2010 e 8 de julho de 2010. As observações da Firebird foram transmitidas à Roménia por cartas de 25 de junho de 2010 e 27 de julho de 2010, respetivamente.

(9) A empresa PCC, autora da denúncia, apresentou informações sobre este caso por cartas de 6 de maio de 2010, 18 de maio de 2010, 19 de maio de 2010, 28 de maio de 2010, 13 de junho de 2010, 18 de junho de 2010, 22 de julho de 2010, 6 de agosto de 2010, 2 de setembro de 2010, 18 de outubro de 2010, 9 de abril de 2011 e 14 de abril de 2011. Além destas cartas, a PCC enviou numerosos elementos de informação ligadas ao caso, incluindo principalmente vários artigos da imprensa e outras informações, na maioria públicas.

(10) Além disso, as partes anónimas I e II (que também comentaram a decisão de início de procedimento e que solicitaram confidencialidade no que se refere à sua identidade) transmitiram informações suplementares em 21 de setembro de 2010, 22 de fevereiro de 2011, 28 de fevereiro de 2011, 26 de julho de 2011 e 28 de outubro de 2011

(11) A Comissão transmitiu as observações mencionadas nos anteriores considerandos 9 a 10 às autoridades romenas quando estas continham novas informações e argumentos e eram pertinentes para o procedimento em causa, por cartas de 25 de junho de 2010, 2 de agosto de 2010, 9 de setembro de 2010, 22 de setembro de 2010, 20 de outubro de 2010 e 23 de novembro de 2011.

(12) A Roménia respondeu às observações suplementares enviadas por cartas de 30 de julho de 2010, 2 de setembro de 2010, 12 de outubro de 2010, 26 de outubro de 2010, 23 de novembro de 2010 e 7 de dezembro de 2011. Transmitiu igualmente informações suplementares sobre o caso por cartas de 29 de março de 2011, 14 de abril de 2011, 27 de julho de 2011, 9 de setembro de 2011 e 21 de setembro de 2011.

(13) No seguimento da decisão de início de procedimento, realizaram-se várias reuniões em Bruxelas entre os serviços da Comissão e as autoridades romenas: em 30 de junho de 2010, 15 de julho de 2010, 19 de maio de 2011 e 12 de setembro de 2011. Os serviços da Comissão também se reuniram várias vezes com representantes da PCC, autora da denúncia.

(14) Por carta datada de 22 de junho de 2011, as autoridades romenas retiraram a notificação de 17 de julho de 2009 e refere à garantia estatal para o empréstimo de 424 milhões de EUR. Também informaram a Comissão de que mantêm a notificação no que se refere à conversão da dívida em ações.

(15) Em 10 de agosto de 2011, o Governo romeno aprovou um memorando que mandatava os representantes do Ministério da Economia, do Comércio e do Enquadramento Empresarial, da AVAS ([5]) e da Oltchim para celebrarem uma convenção de direito privado entre a AVAS e a Oltchim através da qual a empresa reconhecia os juros relacionados com a dívida pública acumulados desde 1 de janeiro de 2007.

(16) Por carta de 9 de setembro de 2011, as autoridades romenas comunicaram que a Oltchim e a AVAS tencionavam celebrar a convenção de direito privado mencionada supra e que a AVAS também converteria em ações os juros assim acumulados, juntamente com a dívida principal.

(17) Por carta de 21 de outubro de 2011, o primeiro-ministro romeno, Emil Boc, transmitiu o firme compromisso do Governo romeno em privatizar totalmente a Oltchim, incluindo todo o pacote de ações que cabe às autoridades públicas depois da conversão da dívida. O anúncio da privatização seria feito no final de março de 2012 e a privatização seria celebrada no final de maio de 2012. Por carta de 16 de fevereiro de 2012, o novo primeiro-ministro romeno, Mihai-Răzvan Ungureanu, reafirmou este compromisso.

(18) A Roménia apresentou observações e informações suplementares por cartas de 12 de outubro de 2011 e 23 de dezembro de 2011.

(19) As cartas mencionadas nos considerandos 17 e 18 demonstram que a Roménia modificou a notificação da medida 1. Segundo esta modificação, a conversão da dívida às autoridades públicas, que se eleva a 538 milhões de RON, deverá ser seguida da privatização das ações da Oltchim e a conversão deve ser avaliada tendo em vista a privatização posterior.

II. **ANTECEDENTES DO CASO**

II.1. **A empresa**

(20) A Oltchim é um produtor romeno importante de produtos petroquímicos tais como PVC, soda cáustica, cloro, DOP e polióis de poliéter. O principal produto da empresa é o PVC (atualmente, cerca de 37,5 % da produção total), com uma parte de mercado ao nível da União de 2,1 % em 2008 ([6]). A Oltchim é uma das maiores empresas petroquímicas da Roménia e do sudeste europeu, produzindo 78 variedades de 40 produtos químicos de base. A empresa exporta cerca de 80 % da sua produção não só na Europa, como para o exterior.

([5]) Agência romena de privatização. Ver nota de rodapé 10 infra.
([6]) Valores fornecidos pela Oltchim.

(21) A Oltchim é o principal empregador industrial em Vâlcea, uma região da Roménia que beneficia de auxílio nos termos do artigo 107.º, n.º 3, alínea a), do TFUE. Em 15 de outubro de 2011, o número de empregados elevava-se a 3 470 ([7]). Devido à difícil situação financeira com que se depara atualmente, a empresa despediu temporariamente 1 000 empregados em dezembro de 2011 e ainda 993 em janeiro de 2012 ([8]).

(22) A empresa iniciou a atividade em 1966, foi reorganizada em 1990 e cotada na Bolsa de Valores de Bucareste em 1997. O Estado romeno (atualmente através do Ministério da Economia) detém uma participação maioritária de 54,8 % na empresa. O principal acionista minoritário é a PCC, que é também a autora de denúncia no presente procedimento e que também tem uma participação de 18,31 % na empresa Rokita SA, uma concorrente polaca da Oltchim. As restantes ações da empresa pertencem à Nachbar Services Ltd. (14,02 %), a várias pessoas singulares (11,04%) e a outras pessoas coletivas (1,81%).

II.2. **Acontecimentos depois da adesão da Roménia à UE**

II.2.1 *A origem da dívida pública*

(23) No período 1992-2008, a Oltchim investiu no total cerca de 371 milhões de EUR na modernização da sua linha de produção (dos quais 118,8 milhões em 2007/2008). No que diz respeito a alguns destes investimentos, a Oltchim contraiu, no período 1995-2000, uma série de 12 empréstimos comerciais, no total de cerca de 171 milhões de DEM, aos quais se juntaram 60 milhões de USD. Os empréstimos foram assegurados por garantias estatais emitidas pelo Ministério das Finanças.

(24) Dado que a Oltchim não pôde reembolsar os empréstimos, os bancos executaram as garantias estatais, com início em novembro de 1999.

(25) Entre 1999 e 2002, o Ministério das Finanças efetuou pagamentos por conta das garantias executadas. Este cobrou juros e penalidades substanciais pelas quantias assim pagas por conta das garantias estatais ativadas entre 1999 e 2002, que flutuaram entre 0,15 % e 0,3 % por dia, ou seja, 54 % - 110 % por ano ([9]).

(26) Até junho de 2002, a dívida acumulada da Oltchim ao Ministério das Finanças resultante das garantias estatais, mais os juros e as penalidades aplicadas, elevavam-se a 303 milhões de RON (cerca de 72 milhões de EUR). Nessa data, esta quantia foi transferida do Ministério das Finanças para a agência romena encarregada da recuperação da dívida pública, a AVAS ([10]), e foi consolidada em USD, de forma a preservar o valor da dívida no contexto hiperinflacionista. O valor resultante foi de 91 milhões de USD.

(27) Em conformidade com a legislação romena (DUG 51/1998), a AVAS não tinha um mandato específico para aplicar juros e penalidades sobre a dívida pública que estava encarregada de recuperar da empresa devedora.

II.2.2 *Conversão da dívida em 2003*

(28) A primeira tentativa de privatizar a empresa teve lugar em 2001, quando a AVAS negociou e assinou com a Exall Resources um contrato de compra e venda de um pacote de ações detido pelo Estado. O contrato de compra e venda foi rescindido devido à incapacidade do comprador de cumprir as obrigações de pagamento e porque este não pôde garantir os investimentos tecnológicos/de ambiente na empresa.

(29) A segunda tentativa de privatizar a Oltchim ocorreu em outubro de 2003, quando a agência romena de privatização APAPS publicou um anúncio para a venda de participações do Estado. Os potenciais investidores foram informados de que a dívida pública seria convertida em ações, com o objetivo de aumentar a atratividade da empresa para os potenciais investidores.

(30) Contudo, dado que um potencial investidor (Rompetrol) e acionista minoritário contestou perante as instâncias romenas a conversão da dívida de 2003, a oferta de privatização foi anulada no início de novembro de 2003. Apesar desta situação, em novembro de 2003, a dívida de 95 milhões de USD à AVAS (ou seja, os 91 milhões de USD transferidos, mais os pagamentos suplementares efetuados pelo Ministério das Finanças por conta das garantias e transferidos para a AVAS desde junho de 2002), igual a 322 milhões de RON, foi convertida em ações por decisão da assembleia geral dos acionistas da Oltchim (na qual os representantes do Estado detinham a maioria dos votos). A participação do Estado na Oltchim aumentou assim de 53,26 % para 95,73 %.

(31) Em novembro de 2005, uma instância de direito comercial de Vâlcea anulou a decisão da assembleia geral da Oltchim sobre a conversão da dívida, alegando que esta foi adotada sem permitir que os acionistas minoritários participassem no aumento do capital.

([7]) O perfil da empresa está disponível no sítio Internet da Bolsa de Valores de Bucareste, ver http://investing.businessweek.com/research/stocks/snapshot/snapshot.asp?ticker=OLT:RO.

([8]) Informações disponíveis no sítio Web da Oltchim: www.oltchim.ro.

([9]) Tendo em conta que a moeda romena em circulação naquela altura, o ROL, estava sujeita a uma hiperinflação.

([10]) No final, no momento, a dívida foi transferida para a agência romena denominada «AVAB» (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Bancare* – Autoridade para a Valorização dos Ativos Bancários) que, em maio de 2004, se fundiu com a agência de privatização APAPS (*Autoritatea pentru Privatizare și Administrarea Participațiilor Statului* – Autoridade para a Privatização e Administração dos Ativos do Estado) e que passou a ser denominada AVAS (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului* – Autoridade para a Valorização dos Ativos do Estado). Para efeitos de simplificação, na presente decisão, AVAS e AVAB serão referidas como AVAS.

(32) Em junho de 2006, o Governo romeno emitiu um despacho de urgência ([11]) que mandatava os representantes do Estado na assembleia geral dos acionistas da Oltchim a votar por não recorrer da decisão do tribunal que tinha anulado a primeira conversão da dívida e tomar as medidas necessárias para reverter a conversão. A decisão do tribunal de anular a conversão da dívida tornou-se definitiva em agosto de 2006. A diminuição efetiva do capital social ocorreu em novembro de 2007. A dívida que resultou da anulação da conversão da dívida foi reintroduzida nas contas ao seu valor histórico de 95 milhões de USD, representando posteriormente 317 milhões de RON.

II.2.3 *Dívida acumulada em continuação*

(33) Depois da primeira transferência da dívida para a AVAS, em junho de 2002, no período entre junho de 2002 e dezembro de 2006, o Ministério das Finanças continuou a efetuar pagamentos por conta das garantias estatais que tinham sido ativadas em novembro de 1999. No período 2003-2006, na altura em que a conversão da dívida de 2003 ainda era válida, a soma total dos pagamentos suplementares efetuados pelo Ministério das Finanças por conta das garantias ativadas elevava-se a 191 milhões de RON. Em aplicação da convenção celebrada em junho de 2002 entre o Ministério das Finanças e a AVAS para a transferência da dívida pública, o Ministério das Finanças transferiu também para a AVAS, em prestações sucessivas depois dos pagamentos efetivos feitos por conta das garantias, todos esses créditos. A AVAS também consolidou estes créditos em USD que, em 2006, se elevavam no total a 60 milhões de USD.

(34) Assim, em 1 de janeiro de 2007, data da adesão da Roménia à União Europeia, a dívida total da Oltchim à AVAS elevava-se a 60 milhões de USD ([12]).

II.3. **Acontecimentos depois da adesão da Roménia à UE**

II.3.1 *Evolução da dívida*

(35) Desde 1 de janeiro de 2007, todos os pagamentos relativos aos empréstimos externos foram efetuados pela Oltchim. O Ministério das Finanças não efetuou mais pagamentos suplementares no âmbito das garantias estatais.

(36) Em novembro de 2007, a soma da revogação da conversão da dívida de 95 milhões de USD foi introduzida nas demonstrações financeiras da Oltchim e acrescentada aos 60 milhões de USD associados aos pagamentos suplementares, resultando assim numa dívida pública total de 155 milhões de USD (508 milhões de RON). Esta dívida pública de 155 milhões de USD está indicada nas demonstrações financeiras da Oltchim em RON (ou seja, 508 milhões de RON). Esta dívida expressa em USD consta desde então nas contas da Oltchim em RON, mas a soma permaneceu inalterada na moeda romena porque, em cada novo período de declaração, a empresa declarou no balanço o valor histórico em RON ([13]), que foi sempre mais alto do que o valor aplicado na altura, dado que o RON foi reavaliado em relação ao USD ao longo do tempo.

(37) Como exceção à regra geral prevista no DUG 51/1998 (ver considerando 27, supra), com base no artigo 2.º, n.º 2, do Despacho de Urgência do Governo n.º 45/2006 (a seguir «DUG 45/2006»), em 2007, a AVAS cobrou juros de 29,9 milhões de RON, à taxa LIBOR ([14]) por um ano para depósitos em USD, para os créditos da Oltchim transferidos para esta pelo Ministério das Finanças, que foram objeto da conversão da dívida de 2003, para o período 2003-2006.

(38) Consequentemente, a partir de novembro de 2007, a soma total da dívida da Oltchim à AVAS elevava-se a 155 milhões de USD (508 milhões de RON) mais 29 milhões de RON, num total de 538 milhões de RON. Em seguida, a presente decisão fará referência à dívida em RON, dado que a conversão da dívida notificada também está expressa em RON.

II.3.2 *A segunda conversão da dívida*

(39) Em janeiro de 2007, o parlamento romeno aprovou o DUG 45/2006 através da Lei n.º 30/2007, que autorizava a AVAS a revogar a primeira conversão da dívida e mandatava esta agência a aplicar uma segunda conversão, desta vez respeitando os direitos de preferência dos acionistas minoritários.

(40) Esta segunda tentativa para converter a dívida em ações foi contestada, no entanto, pelo novo acionista minoritário principal, a PCC, que se recusou a participar na operação.

(41) A PCC tinha adquirido uma participação de 1,2 % na Oltchim por 7,5 milhões de EUR em maio de 2007, mais exatamente depois da data em que se tornou definitiva a decisão da instância nacional que anulou a primeira conversão da dívida porque nem a Oltchim nem as autoridades romenas apelaram. Quando a conversão da dívida foi revogada nas contas da empresa, a participação de 1,2 % da PCC tornou-se uma participação de 12 % ([15]).

([11]) Despacho de urgência do Governo n.º 45/2006.

([12]) Conforme explicado no considerando 32, a soma de 95 milhões de USD resultantes da revogação da conversão da dívida foi introduzida nas demonstrações financeiras da Oltchim apenas no decurso de 2007.

([13]) O RON substituiu o ROL em 1 de julho de 2005, 1 RON equivale a 10 000 ROL.

([14]) A taxa de juro interbancária no mercado de valores de Londres.

([15]) Em maio de 2011, a PCC adquiriu na bolsa de valores uma participação suplementar de 3,6 % por 2,6 milhões de EUR. Em junho de 2011, a PCC SE celebrou um acordo com o *UK investment fund Carlson Ventures Ltd*, que também tinha adquirido ações da Oltchim na bolsa de valores. A PCC e a *Carlson Ventures* detêm juntos, presentemente, 32 % das ações da Oltchim.

(42) Em abril de 2008, a PCC apresentou uma queixa à Comissão, alegando que a conversão da dívida implicava um auxílio estatal incompatível (ver considerando 2, supra).

(43) Para assegurar o respeito pelas disposições do artigo 108.º, n.º 3, do TFUE, as autoridades romenas decidiram obter a autorização da Comissão no que se refere aos auxílios estatais antes de efetuar a segunda conversão da dívida, e notificaram a medida.

II.4. **Situação atual da Oltchim**

(44) As autoridades romenas defendem que, depois da revogação em 2006 da conversão da dívida de 2003, tentaram novamente privatizar a empresa com a dívida, em 2006 e 2008, respetivamente. De acordo com as autoridades romenas, nenhum investidor se interessou em comprar nestas condições.

(45) Além disso, de acordo com as autoridades romenas, as dificuldades com que a empresa se confronta desde 2008 são as seguintes: i) a interrupção do fornecimento das principais matérias-primas pelo principal fornecedor – Arpechim; ii) o impacto negativo sobre o valor líquido dos ativos da empresa determinados pela reintrodução de uma dívida significativa depois da revogação, em novembro de 2007, da conversão de 2003 da dívida em ações; iii) a subcapitalização da empresa também por causa da revogação da conversão da dívida; e, finalmente, iv) os efeitos da crise financeira e económica mundial.

(46) No exercício financeiro de 2008, a Oltchim registou um défice de exploração de 71 milhões de RON (17 milhões de EUR), um défice líquido de 226 milhões de RON (54 milhões de EUR) e um défice acumulado no valor de 1,367 milhares de milhões de RON (325 milhões de EUR). Depois do encerramento do principal fornecedor de etileno, a Arpechim, em novembro de 2008, a empresa funcionou a 45 % da capacidade e cerca de um terço do pessoal foi despedido temporariamente.

(47) No final de 2008, as ações da Oltchim detidas até aquela altura pela AVAS foram transferidas para o portfólio do Ministério da Economia.

(48) Em dezembro de 2009, a Oltchim adquiriu os ativos (a instalação de etileno) do seu anterior fornecedor, Arpechim, pelo preço de [0]-[10] EUR (*) e pagou pelas suas existências/objetos de inventário [10]-[20] milhões de EUR. Segundo as autoridades romenas, a aquisição foi financiada com pagamentos em avanço dos clientes. A Arpechim recomeçou as operações em maio de 2011.

(49) Em 31 de dezembro de 2009, a situação financeira da Oltchim para 2009, indicava um défice de exploração no valor de 26 milhões de EUR (109 milhões de RON), um défice líquido de 52,4 milhões de EUR (220 milhões de RON), um défice acumulado de 377 milhões de EUR (1,584 milhares de milhões de RON) e fundos próprios negativos no valor de 112 milhões de EUR (469 milhões de RON).

(50) Em 31 de dezembro de 2010, a situação financeira da Oltchim indicava um lucro de exploração de 56 milhões de EUR, um lucro líquido de 32 milhões de EUR (220 milhões de RON) e um défice acumulado de 383 milhões de EUR. O resultado positivo da operação e o resultado líquido deveram-se ao facto de os ativos da Arpechim, comprados ao preço de [0]-[10] EUR, terem sido reavaliados em [80]-[100] milhões de EUR e a diferença ter sido introduzida nos registos contabilísticos como «lucro de uma compra em condições vantajosas».

(51) Em 30 de junho de 2011, a situação financeira da Oltchim em seis meses ([16]) indicava um défice de exploração de 7,4 milhões de EUR e um défice líquido de 17,4 milhões de EUR, um défice acumulado de 401 milhões de EUR e fundos próprios negativos no valor de 358 milhões de EUR (sem ter em conta a dívida à AVAS).

III. **A DECISÃO DE INÍCIO DE PROCEDIMENTO**

(52) Em 15 de setembro de 2009, a Comissão deu início a um procedimento formal de investigação sobre as duas medidas de apoio a favor da Oltchim notificadas pela Roménia em julho de 2009:

— medida 1: uma conversão da dívida no valor total de 538 milhões de RON (cerca de 128 milhões de EUR) e

— medida 2: uma «garantia dos acionistas», abrangendo 80 % de um empréstimo comercial de 424 milhões de EUR para a continuação dos investimento de modernização (a Roménia retirou a sua notificação no que se refere à medida 2 por carta de 22 de junho de 2011).

(53) A Comissão levantou a questão de saber se, contrariamente aos argumentos da Roménia, o pacote de auxílio notificado confere à empresa um benefício indevido e constitui um auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE.

(54) Além disso, a decisão de início de procedimento identificou como possível auxílio estatal suplementar o facto de, desde 1 de janeiro de 2007, o Estado não ter cobrado juros e/ou penalidades sobre a dívida pública restante (identificada como «medida 3»).

(55) Por fim, a Comissão duvidou que as medidas pudessem ser consideradas compatíveis com o TFUE ao abrigo das normas relevantes em matéria de auxílios estatais se se determinasse que implicam auxílio estatal.

(*) Segredos comerciais.

([16]) Os valores da situação intermediária em 30 de junho de 2011 foram indicados em EUR.

IV. **OBSERVAÇÕES DA ROMÉNIA SOBRE A DECISÃO DE INÍCIO DE PROCEDIMENTO**

(56) Na sua resposta à decisão de início de procedimento, as autoridades romenas alegaram que nenhuma das três medidas constituía auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE, pois o Estado romeno adotou uma conduta coerente com os princípios do mercado.

(57) Em especial, a Roménia insistiu que as medidas notificadas (a conversão da dívida e a garantia dos acionistas) assegurariam a rentabilização da Oltchim, resolvendo o problema da subcapitalização e assegurando os fundos necessários para a realização da sua estratégia de crescimento. Além do mais, a Roménia sublinhou que a Comissão deve ter em conta o papel duplo do Estado como acionista e credor da Oltchim.

(58) Por fim, a Roménia afirmou que a medida 3 não constituiu auxílio estatal pois o comportamento do Estado relativamente à não execução da dívida anterior está estreitamente ligado à conversão planeada da dívida e que, no que se refere a esta dívida, as autoridades romenas agiram de modo consistente em conformidade com o que um operador do mercado faria numa situação semelhante.

V. **OBSERVAÇÕES DAS PARTES INTERESSADAS**

(59) Nas suas observações sobre a decisão de início de procedimento, de 26 de janeiro de 2010, a Vestolit exprimiu inquietações no que diz respeito ao pacote de auxílio estatal notificado pela Roménia em julho de 2009. A Vestolit considera-se um concorrente da Oltchim, pois ambas as partes exercem atividades no domínio da produção de PVC. De acordo com a Vestolit nenhum investidor privado teria apoiado um programa de investimento que visasse exclusivamente a aquisição e a modernização de antiga instalação de etileno da Arpechim.

(60) Na sua carta de 21 de janeiro de 2010, a Ineos argumentou que, com base nas informações da decisão de início de procedimento, a Oltchim parecia ser uma empresa em dificuldades e, por conseguinte, era improvável que um investidor privado tomasse medidas de apoio como as que seriam adotadas pelo Estado romeno a seu favor. A Ineos também chamou a atenção para o facto de o mercado europeu de PVC ser caracterizado pela sua capacidade excedentária significativa e que, por conseguinte, qualquer potencial ajuda concedida a um dos atores do mercado poderia ter graves efeitos de distorção.

(61) As observações apresentadas pela empresa Firebird em 28 de maio de 2010 têm um teor semelhante às apresentadas pelas partes interessadas acima mencionadas.

(62) Por carta de 28 de janeiro de 2010, outro concorrente da Oltchim, a parte anónima I, também apresentou observações no sentido das formuladas pela Vestolit e pela Ineos. Também sublinhou que o auxílio à exploração não pode ser considerado compatível com o TFUE e que não parecem existir outros motivos de compatibilidade no caso da Oltchim.

(63) Por carta de 27 de janeiro de 2010, a parte anónima II argumentou que todas as medidas de apoio identificadas na decisão de início de procedimento constituem auxílios incompatíveis. A parte anónima II também alegou que:

(a) as garantias estatais concedidas à Oltchim durante o período 1995-2000 ainda estavam em vigor depois da adesão da Roménia à UE, nomeadamente até 31 de dezembro de 2009, e, por conseguinte, deviam ser tratadas como novo auxílio depois da data de adesão;

(b) as dificuldades com que a Oltchim se tem deparado desde a ativação das garantias estatais em novembro de 1999 são causadas por problemas estruturais da empresa (gestão ineficiente, adoção de uma estratégia de negócios inadequada, falta de uma restruturação real e eficaz);

(c) a aquisição da Arpechim vai contra os interesses comerciais da Oltchim, que não vai gerar lucros no futuro;

(d) os pagamentos posteriores efetuados pelo Ministério das Finanças entre junho de 2002 e dezembro de 2006 com base nas garantias estatais ativadas indicam que a Oltchim se encontrava em dificuldades ao longo daquele período;

(e) a Roménia só tentou verdadeiramente privatizar a empresa apenas uma vez, em 2001, e as sucessivas tentativas «falhadas» de privatização de 2003 e 2006 foram apenas uma estratégia para não executar a dívida pública;

(f) o plano de negócios que estava na base do pacote de apoio tal como notificado em julho de 2009 não era fiável, especialmente no que se refere à análise de sensibilidade e ao rácio estimado de recuperação dos investimentos.

(g) o Estado teria registado um perda importante se tivesse apoiado um programa de investimento de semelhante envergadura dado que as receitas previstas da privatização da Oltchim não teriam coberto os custos das medidas de apoio;

(h) tendo em conta o facto de as medidas notificadas implicarem auxílio estatal, a Roménia deveria ter proposto um plano de restruturação para a Oltchim, que permitisse uma avaliação da compatibilidade da ajuda nos termos das orientações relativas aos auxílios estatais de emergência e à reestruturação ([17]).

([17]) Orientações comunitárias relativas aos auxílios estatais de emergência e à reestruturação a empresas em dificuldade (JO C 244 de 1.10.2004, p. 2).

(64) Mais tarde no decurso do procedimento, a PCC chamou a atenção da Comissão para o facto de em junho de 2010 a Agência para a Proteção do Ambiente romena ter aplicado à Oltchim uma multa de 14,34 milhões de EUR por restituição com atraso dos certificados CO_2 para o ano de 2009 ([18]). Na opinião da PCC, a possível não execução da multa implica um auxílio estatal suplementar concedido à empresa. Por carta de 8 de julho de 2010, a empresa Firebird também levanta o problema da multa ambiental.

(65) Em outubro de 2010 e outubro de 2011, a PCC também informou a Comissão de que a empresa pública fornecedora de energia elétrica SC Electrica SA (a seguir denominada «Electrica») e os outros credores públicos (Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea, um fornecedor de solução de sal e de calcário, bem como C CET Govora SA, um fornecedor de vapor industrial) detinham importantes créditos reescalonados em relação à Oltchim.

VI. COMENTÁRIOS DA ROMÉNIA ÀS OBSERVAÇÕES DAS PARTES INTERESSADAS

(66) Na sua resposta de 8 de abril de 2010 às observações das partes interessadas, a Roménia remete de um modo geral para a notificação e para as suas anteriores observações à decisão de início de procedimento.

(67) Em particular, a Roménia alega que, contrariamente ao que afirma uma das partes terceiras, a aquisição e a modernização dos ativos petroquímicos da Arpechim incluem toda a restruturação necessária e são essenciais para a viabilidade a longo prazo da empresa, e que a operação da plataforma da unidade petroquímica integrada Oltchim-Arpechim pode gerar lucros.

(68) A Roménia também reitera os argumentos de que as medidas tomadas contra a Oltchim para a execução dos créditos não conferem nenhum benefício à Oltchim. Por fim, a Roménia também insistiu na sua intenção de privatizar a Oltchim.

VII. RETIRADA DA NOTIFICAÇÃO NO QUE SE REFERE À GARANTIA ESTATAL (MEDIDA 2)

(69) Em conformidade com o artigo 8.º do Regulamento (CE) n.º 659/1999 do Conselho, de 22 de março de 1999, que estabelece as regras de execução do artigo 93.º do Tratado CE ([19]), um Estado-membro pode, após o início de um procedimento formal de investigação, retirar uma notificação tempo útil, antes de a Comissão ter tomado uma decisão sobre a natureza do auxílio da medida notificada. Nesse caso, a Comissão encerrará o procedimento em causa com uma decisão sem objeto.

(70) As autoridades romenas retiraram a notificação relativa à garantia estatal (que abrange 80 % de um empréstimo de 424 milhões de EUR). Assim, no que se refere à medida 2, o procedimento de investigação efetuado pela Comissão tornou-se sem objeto.

VIII. POSIÇÃO DA ROMÉNIA DEPOIS DA RETIRADA DA MEDIDA 2

VIII.1. Modificação da medida 1 – intenção da Roménia de privatizar

(71) Em fevereiro de 2011, foi solicitada a criação de um programa comum preventivo de assistência financeira UE/Fundo Monetário Internacional (sem seguida, «FMI») para apoiar o relançamento do crescimento económico na Roménia, com um acento nas reformas estruturais, e simultaneamente melhorar a sustentabilidade fiscal e consolidar a estabilidade financeira. Em maio de 2011, o Conselho adotou uma decisão ([20]) para pôr à disposição da Roménia uma assistência financeira preventiva a médio prazo até 1,4 milhares de milhões de EUR. Em março de 2011, o FMI aprovou um novo acordo *stand-by* preventivo ([21]) para a Roménia. Nos termos deste acordo, o FMI põe à disposição da Roménia assistência financeira no valor de 3 090,6 milhares de milhões de DSE (3,5 milhares de milhões de EUR) durante os próximos dois anos. O financiamento está sujeito ao cumprimento por parte da Roménia de uma série de objetivos para a redução do défice orçamental, mencionados numa carta de intenção apresentada pelas autoridades romenas e refletida num memorando técnico de entendimento (a seguir «MTE»). Os objetivos do MTE incluem, *inter alia*, a redução dos atrasos de pagamento e do défice das empresas públicas. Na carta de intenção e no MTE de 2 de dezembro de 2011 ([22]), a Roménia comprometeu-se a anunciar o concurso para a privatização da Oltchim até ao final de abril de 2012.

(72) Isto seguiu-se a várias declarações públicas das autoridades romenas feitas no decurso de 2011 referindo a intenção do Governo romeno de privatizar a Oltchim.

(73) A Roménia também deu a conhecer à Comissão o seu empenhamento em privatizar a Oltchim. Mais exatamente, por carta de 21 de outubro de 2011 endereçada ao Vice-Presidente Joaquín Almunia, o Primeiro-Ministro da Roménia, Emil Boc, declarou que a Roménia se comprometia a privatizar integramente a Oltchim (incluindo o pacote de ações objeto da conversão da dívida) até maio de 2012. No seguimento da nomeação do novo Governo na Roménia em 9 de fevereiro de 2012, o novo Primeiro-Ministro, Mihai-Răzvan Ungureanu, confirmou este compromisso por carta datada de 16 de fevereiro de 2012.

([18]) Em conformidade com a Decisão do Governo n.º 780/2006 que dá execução à Diretiva 2003/87/CE do Conselho, os operadores devem restituir os certificados correspondentes às emissões de CO_2 até 30 de abril do ano precedente. A não restituição a tempo do certificado é passível de multa.

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

([20]) Decisão 2011/288/UE do Conselho (JO L 132 de 19.5.2011, p. 5).

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

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

(74) Tendo em conta as restrições orçamentais com que se confronta, a Roménia já não tenciona continuar a ser proprietário da Oltchim e a financiar os investimentos necessários através de uma garantia estatal, mas deseja vender a sua participação na Oltchim.

VIII.2. **Evolução no que se refere à medida 3 - convenção relativa aos juros**

(75) Por carta de 9 de setembro de 2011, as autoridades romenas informaram a Comissão de que tencionam cobrar juros sobre a dívida da AVAS que se eleva a 538 milhões de RON, a partir de 1 de janeiro de 2007. Do mesmo modo, a Roménia explicou que isto se concretizará no quadro de um acordo-convenção sobre a dívida celebrado entre a AVAS e a Oltchim, através do qual a empresa aceitará os juros devidos. Na mesma carta, as autoridades romenas indicaram que os juros assim acumulados serão também convertidos em ações, juntamente com a principal dívida pública, tal como notificado no âmbito da medida 1.

(76) Por carta de 23 de dezembro de 2011, as autoridades romenas forneceram uma cópia da convenção de direito privado celebrada em 22 de dezembro de 2011 entre a AVAS e a Oltchim, através da qual a empresa reconheceu os juros da dívida pública acumulados desde 1 de janeiro de 2007 até 31 de dezembro de 2011, no valor total de 511 milhões de RON. As autoridades romenas explicaram que os juros foram calculados numa base composta, utilizando como juros de mora para os períodos relevantes o valor mais elevado entre as taxas de juro aplicadas pelos bancos comerciais aos empréstimos acordados efetivamente à empresa desde 1 de janeiro de 2007 e as taxas de referência e de desconto aplicáveis pela Comissão. Esta abordagem teve como resultado as seguintes taxas de juro e os seguintes juros acumulados sobre a dívida à AVAS.

Quadro 1

Desagregação dos juros cobrados pela AVAS para o período 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Taxa de juro aplicável	1.1-30.6 -> 11,17 % 1.7-31.12 -> 10,24 %	14,86 %	18,85 %	14,00 %	13,22 %
Valor dos juros (arredondado para **milhões de RON**)	58	87	129	114	123
					Total dos juros sobre a dívida à AVAS desde 2007: 511 milhões de RON

(77) A este respeito, as autoridades romenas também informaram que as preparações para a execução da conversão da dívida à AVAS de 538 milhões de RON, mais os juros acumulados que lhe estão associados, seriam lançadas com vista a respeitar o calendário proposto para a privatização.

VIII.3. **Argumentos apresentados pela Roménia, tendo em vista a intenção de privatização**

(78) Tal como explicado acima, as autoridades romenas retiraram a medida 2 (ver secção VII). No seguimento da retirada da notificação relativa à garantia estatal, as autoridades romenas argumentaram que a atual medida 1, ou seja, a conversão em ações da divida à AVAS no valor de 538 milhões de RON, juntamente com os juros acumulados sobre a dívida à AVAS desde 1 de janeiro de 2007 a 31 de dezembro de 2011, que se eleva a um valor suplementar de 511 milhões de RON, não constitui auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE. A Roménia alega que esta medida seria conforme com o mercado e como tal não confere um benefício à Oltchim. Mais especificamente, as autoridades romenas sustêm que a AVAS, na qualidade de credor, teria mais vantagem convertendo a dívida em ações e vendendo a curto prazo a totalidade da sua participação na empresa, do que executando a dívida, pois o valor do mercado da participação resultante detida pela AVAS na empresa depois da conversão da dívida é mais elevado do que o montante que a AVAS obteria com a liquidação da empresa.

(79) A Roménia apresentou um relatório de consultoria preparado pela Raiffeisen Capital & Investment SA (a seguir «relatório de consultoria) para demonstrar que a melhor estratégia do Estado para maximizar as receitas é a execução da conversão da dívida em ações, seguida da venda a curto prazo de um pacote combinado de ações.

(80) O relatório de consultoria examina, por um lado, o valor do crédito da AVAS em caso de liquidação e, por outro, o seu valor em caso de conversão da dívida seguida de privatização.

(81) A avaliação da liquidação é baseada em dois relatórios de liquidação (um anterior a relatório de liquidação da Raiffeisen datado de fevereiro de 2011, e um relatório de liquidação elaborado pelo consultor independente Romcontrol SA Bucureşti, datado de março de 2011). As cobranças do Estado no caso de uma conversão da dívida seguida de privatização foram estimadas com base no método do valor das empresas, que é um dos principais sistemas de medida utilizados na avaliação das empresas. (Apresenta-se, na secção IX.3.3 infra, uma descrição em pormenor das metodologias utilizadas e do resultado da avaliação, bem como a respetiva avaliação crítica pela Comissão)

(82) O relatório conclui que, com a conversão integral da dívida em ações, o processo de privatização da empresa seria mais fácil e mais rápido e que o resultado financeiro desta opção para a AVAS é superior ao da opção pela liquidação.

IX. AVALIAÇÃO

IX.1. Aspetos gerais

(83) A fim de verificar se as medidas em causa constituem um auxílio estatal, a Comissão tem de apreciar se preenchem as condições cumulativas previstas no artigo 107.º, n.º 1, do TFUE. Nos termos daquela disposição, «[s]alvo disposição em contrário dos Tratados, são incompatíveis com o mercado interno, na medida em que afetem as trocas comerciais entre os Estados-Membros, os auxílios concedidos pelos Estados ou provenientes de recursos estatais, independentemente da forma que assumam, que falseiem ou ameacem falsear a concorrência, favorecendo certas empresas ou certas produções.»

(84) A Comissão realça que, à luz da retirada da notificação da medida 2 (ver secção VII, supra), a seguinte avaliação diz respeito apenas às medidas 1 e 3. Dado que a Roménia ligou conversão da dívida em ações à privatização da Oltchim, a medida 1 foi modificada. A medida foi avaliada, por conseguinte, partido do princípio de que o pacote de ações que a AVA deterá após a conversão será imediatamente vendida a um investidor privado no âmbito de um processo de compra e venda equitativo, aberto e transparente, que visa maximizar as receitas para a AVAS.

(85) Além disso, a Comissão considera que a questão de saber se o credor AVAS conferiu à Oltchim um benefício indevido na forma como tratou a dívida depois de 1 de janeiro de 2007 deve ser analisada no contexto do DUG 51/1998 (ver considerando 27, supra) e da Lei 30/2007 que mandatava a AVAS a reefetuar a conversão da dívida, bem como tendo em conta a notificação da conversão da dívida à Comissão, identificada como medida 1 na decisão de início de procedimento, e a modificação da medida 1 devido às dúvidas levantadas pela Comissão e os constrangimentos resultantes do programa UE/FMI.

(86) A Comissão também assinala que a intenção de privatizar a empresa integralmente até ao final de maio de 2012, conforme comunicado pelas autoridades romenas na sua carta de 21 de outubro de 2011 e reconfirmado na carta do Primeiro-Ministro Ungureanu de 16 de fevereiro de 2012, é considerada parte integrante da medida 1.

(87) No que diz respeito à multa ambiental, por um lado, e às dívidas pendentes da empresa à Electrica SA, Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea e SC CET Govora SA, por outro lado, a Comissão assinala que essas alegadas medidas não faziam parte da decisão de início de procedimento. Por conseguinte, não pode fazer parte da presente decisão. A Comissão informará ao autor da denúncia em tempo útil sobre as futuras ações desenvolvidas relativamente a essas alegações nos termos do artigo 10.º do Regulamento (CE) n.º 659/1999.

IX.2. Competência da Comissão antes da adesão

(88) Tal como indicado na secção V supra, a parte anónima II argumentou que algumas das garantias estatais concedidas à Oltchim durante o período 1995-2000 ainda estavam em vigor depois da adesão da Roménia à UE, nomeadamente até 31 de outubro de 2009, e, por conseguinte, deveriam ser tratadas como novo auxílio depois da data de adesão. A Comissão deve, assim, avaliar a validade deste argumento e as possíveis implicações para a avaliação da medida notificada.

(89) Como regra geral, o artigo 107.º, n.º 1, do TFUE é aplicável apenas a partir da data de adesão. Uma exceção a essa regra é a das medidas que foram implementadas antes da adesão e que continuam a ser aplicáveis depois. Nos termos do Tratado de Adesão entre a Roménia e a UE de 2005 ([23]), as medidas em execução na Roménia antes da data da adesão e que continuam a ser aplicáveis depois dessa data (1 de janeiro de 2007), que possam constituir um auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE e não se qualifiquem como auxílio existente para efeitos do Regulamento (CE) n.º 659/1999 ([24]), devem ser consideradas novos auxílios potenciais a partir da data da adesão para efeitos da aplicação do artigo 108.º, n.º 3, do TFUE.

(90) O ponto 2, n.º 1, segundo parágrafo, do anexo V do Ato de Adesão da Bulgária e da Roménia de 2005 ([25]), com base no artigo 22.º do mesmo Ato de Adesão, estipula que «todas as medidas ainda aplicáveis após a data da adesão que constituam um auxílio estatal e não preencham as condições acima enunciadas são consideradas novos auxílios no momento da adesão, para efeitos do n.º 3 do artigo 88.º do Tratado CE.»

(91) A disposição acima mencionada abrange, assim, as medidas em execução antes da data da adesão (1 de janeiro de 2007) que continuam aplicáveis depois dessa data. Em conformidade com a definição dada numa série de decisões da Comissão ([26]), a noção de «aplicáveis depois da data da adesão» compreende regimes e medidas individuais que não são limitados no tempo ou no caso em que a responsabilidade do Estado não está delimitada com exatidão, por outras palavras, nos casos em que a exposição exata do Estado não é conhecida na data da adesão. Tendo em conta as considerações supra, é necessário determinar se as garantias estatais emitidas a favor da Oltchim no período 1995-2000 eram «aplicáveis depois da adesão» no sentido definido na prática decisória

([23]) JO L 157 de 21.6.2005, p. 268.
([24]) JO L 83 de 27.3.1999, p. 1.
([25]) JO L 157 de 21.6.2005, p. 268.
([26]) Ver, por exemplo, Decisão da Comissão de 24.4.2007 no caso E 12/2005 Garantia ilimitada concedida ao operador Poczta Polska, JO C 284 de 27.11.2007, p. 2, Decisão da Comissão de 18.7.2007 no caso C 27/2004 Agrobanka, JO L 67 de 11.3.2008, p. 3, Decisão da Comissão de 28.1.2004 no caso CZ 14/2003 Česka Spořitelna, a.s., JO C 195 de 31.7.2004, p. 2, e Decisão da Comissão de 3.3.2004 no caso CZ 58/2003 Evrobanka, a.s., JO C 115 de 30.4.2004, p. 40.

supramencionada. Para esse efeito, é necessário verificar se a garantia estatal não era limitada no tempo, ou se a exposição exata do Estado antes da data da adesão não era conhecida.

(92) Tendo examinado os termos e condições em que as garantias estatais em causa foram emitidas, a Comissão observa que estas representaram medidas únicas, separadas e individuais, através das quais o Estado ajudou a empresa a obter empréstimos específicos por determinados valores e com uma duração determinada. A data até à qual as garantias eram válidas foi estabelecida no momento da respetiva emissão, visto que se previa um período de validade até à expiração dos empréstimos subjacentes, que foi definido com exatidão nos empréstimos subjacentes. Esse período de validade não foi modificado posteriormente. Por conseguinte, a validade das garantias depois da adesão era, na verdade, limitada no tempo e tinha sido estabelecida numa data anterior à adesão, nomeadamente no momento da celebração do acordo de empréstimo. A Comissão deve, portanto, tomar nota de que a primeira das situações em que uma medida é considerada como «nova ajuda» a partir da data da adesão, ou seja, não estando limitada no tempo à data da adesão, não é aplicável no caso em apreço.

(93) Em segundo lugar, a responsabilidade máxima do Estado foi delimitada no momento em que as garantias foram concedidas, dado que estas cobrem apenas o empréstimo específico para o qual foram concedidas. Por conseguinte, há que concluir igualmente que a segunda situação de «aplicabilidade depois da adesão», nomeadamente exposição desconhecida do Estado a partir da data da adesão, não é aplicável.

(94) Além disso, a Comissão também assinala que as garantias estatais foram ativadas antes da data da adesão. Desde a data em que estas foram ativadas, o Estado tornou-se responsável pelo reembolso das quantias pendentes dos empréstimos obtidos com a ajuda das garantias e, na verdade, o Estado assumiu as obrigações da empresa no que se refere ao reembolso dos empréstimos em questão, tornando-se assim credor da Oltchim pelas somas pagas por conta das garantias. Tal como indicado na secção II.2 supra, os pagamentos feitos por conta das garantias ativadas duraram até 2006. Desde a data da adesão, não foram efetuados mais pagamentos por esta conta, dado que a Oltchim foi capaz de liquidar a parte que ainda restava dos empréstimos.

(95) Conclui-se desde modo que as garantias estatais concedidas à Oltchim durante o período 1995-2000 não podem ser classificadas como nova ajuda na aceção do ponto 2, n.º 1, segundo parágrafo, do anexo V do Ato de Adesão da Bulgária e da Roménia de 2005.

IX.3. **Existência de auxílio: benefício**

IX.3.1 *O teste do credor privado*

(96) No que se refere à medida notificada, que consiste na conversão da dívida pública no valor de 1 049 milhões de RON em ações com vista a vender a curto prazo (até ao final de maio de 2012) a totalidade da participação pública resultante, a Roménia argumenta que esta não confere um benefício indevido à empresa, porque qualquer credor privado numa situação semelhante à do credor público AVAS teria escolhido esse método de recuperação da dívida em vez da liquidação da empresa, que é menos vantajoso do ponto de vista financeiro para o credor público.

(97) Para determinar se a medida notificada confere um benefício indevido à Oltchim, a Comissão deve avaliar se a AVAS, na qualidade de credor público, envidou para a recuperação da dívida pública os mesmos esforços que um credor privado que pretendesse maximizar a recuperação da dívida ([27]). Essa perspetiva tem em conta o facto de que, com a transferência da dívida pública para a AVAS, a recuperação da dívida é levada a cabo por uma instituição que tem com a empresa a mesma relação que a existente entre um credor e um seu devedor. Na avaliação tem-se em conta, sem dúvida, o facto de que o Ministério da Economia é o acionista público da Oltchim, mas também o facto de que o acionista público não desempenha nenhum papel no que diz respeito à recuperação da dívida pública, a qual foi confiada ao credor AVAS. A Comissão observa, no entanto, que os efeitos para o acionista atual, ou seja, o Ministério da Economia, da conversão da dívida seguida de privatização também devem ser avaliados a fim de determinar se a proposta de converter a dívida, seguida de privatização, constitui uma melhor solução financeira para o Estado do que a liquidação integral da empresa.

IX.3.2 *Recuperação da dívida pública – avaliação da medida 3*

(98) Na decisão de início de procedimento, a Comissão considerou que um elemento suplementar de auxílio estatal poderia surgir do facto de o Estado não ter cobrado quaisquer juros e/ou penalidades por atraso nos pagamentos sobre a dívida pública restante da Oltchim depois da adesão da Roménia à UE. Essa dívida pública resultou da ativação das garantias estatais (ver descrição acima nos considerandos 23 a 27 e a avaliação supra das garantias estatais nos considerandos 88 a 95. Na decisão de início de procedimento, a Comissão considerou que a não acumulação de juros ou a não execução da dívida pública conferiu um benefício à Oltchim, tendo em conta que a empresa beneficiou de capital gratuitamente.

(99) Para determinar se a Roménia se comportou como um credor privado relativamente à dívida pendente resultante da ativação das garantias estatais, é necessário avaliar o comportamento do Estado romeno no período desde 2007 até ao presente, com base nas informações ao dispor das autoridades romenas nos diferentes momentos relevantes no tempo.

([27]) Ver Processo C-342/96 *Espanha/Comissão (Tubacex)*, Colect. 1999, p. I-2459, n.º 46, Processo T-152/99 *Hamsa/Comissão*, Colect. 2002, p. II-3049, n.º 167.

(100) A Comissão observa, em primeiro lugar, que a decisão de não cobrar juros e penalidades a partir de 2007 até à modificação da notificação relativa à medida 1 resulta do DUG 51/1998 (ver considerando 27). É também preciso ter em conta a Lei n.º 30/2007, que mandatou a AVAS a reefetuar a conversão da dívida. Nessa altura, as autoridades romenas tencionavam continuar as atividades da Oltchim, planeando novos investimentos e não a liquidação da empresa.

(101) Por conseguinte, a Comissão deve em primeiro lugar determinar se a Roménia se comportou como um credor privado quando decidiu, em 2007, efetuar a conversão da dívida em ações em vez de prosseguir com a execução da dívida e/ou a liquidação da empresa. A este respeito, a Comissão observa que a Roménia aplicou a estratégia de conversão da dívida em ações tendo em vista a continuação das atividades da Oltchim desde a primeira tentativa (falhada) neste sentido em 2003. O comportamento das autoridades romenas nesse atinente foi, desde modo, coerente com o seu comportamento anterior. As reações do mercado às anteriores tentativas de privatização, bem como as ações judiciais introduzidas pelos acionistas minoritários, mostram que o mercado acreditou na viabilidade fundamental das atividades económicas da Oltchim.

(102) Além disso, a Comissão assinala que a Roménia dispõe de um plano de negócios ([28]) para a Oltchim, o que indica que a empresa era viável.

(103) À luz destes elementos, a Comissão considera que a decisão da Roménia, na qualidade de credor, de efetuar a conversão da dívida em ações e de adotar uma lei neste sentido, na qual não se prevê a cobrança de juros nem de penalidades para a dívida restante, dado que esta dívida, de qualquer modo, deveria ser convertida em ações, foi uma decisão razoável.

(104) Esta análise não é posta em causa pelo facto de a Roménia, antes de efetuar a conversão da dívida em ações, ter tentado obter a autorização para o auxílio estatal. Na verdade, ao fazê-lo, a Roménia apenas cumpriu as obrigações que lhe incumbem por força do artigo 108.º, n.º 3, do TFUE. Tendo em conta as dificuldades com que a Roménia se deparou no passado com os acionistas minoritários e com que continua a deparar-se na aplicação da Lei 30/2007, era perfeitamente lógico obter da parte da Comissão a confirmação de que a operação planeada não era equivalente a uma ajuda estatal.

(105) Devido à avaliação do auxílio estatal e à aplicação da obrigação do *status quo*, a conversão da dívida em ações foi, finalmente, adiada por cinco anos. Nesse aspeto, a Comissão observa em primeiro lugar que, até meados de 2011, a Roménia tinha a firme intenção de aplicar uma ampla estratégia de investimentos no que diz respeito à Oltchim, que foi analisada em vários estudos de peritos ([29]). Teria sido contrário à estratégia do Estado, que consta da realização de novos investimentos por forma a reconduzir a empresa à rentabilidade e a aumentar o seu valor com vista à privatização a médio ou longo prazo, cobrar ao mesmo tempo juros sobre a dívida pública.

(106) No seguimento das dúvidas expressas pela Comissão na decisão de início de procedimento no que diz respeito à ampla estratégia de investimentos e, sobretudo, no seguimento de problemas orçamentais e do programa UE/FMI, a Roménia mudou de estratégia em 2011 e decidiu privatizar a empresa imediatamente depois da conversão da dívida em ações. Consequentemente, abandonou os planos iniciais de realizar investimentos suplementares no valor de 424 milhões de EUR antes da privatização.

(107) Neste novo contexto, a cobrança de juros sobre a dívida tornou-se uma estratégia pertinente da parte do Estado por forma a maximizar a recuperação da dívida.

(108) Tal como sublinhado nos considerandos 75 a 77 supra, foram cobrados por conta da dívida pública outros juros compostos, referentes ao período com início em 1 de janeiro de 2007, através de uma convenção privada celebrada em dezembro de 2011 entre a Oltchim e a AVAS. Em especial, as taxas de juro que foram aplicadas sobre a dívida pública correspondiam às mais elevadas entre a taxa de referência da Comissão relevante para cada período e as taxas de juro aplicáveis aos empréstimos privados da empresa para o mesmo período que podem ser consideradas adequadas.

(109) Com base nas considerações acima expostas, a Comissão conclui que a Oltchim não obteve um benefício do modo como as autoridades públicas procederam, depois da adesão, à recuperação da dívida pública que será agora convertida em ações.

IX.3.3 *A conversão da dívida – medida 1*

(110) A Comissão deve também avaliar se a medida 1, que consiste (no seguimento da modificação da notificação – ver considerandos 14 a 16, 69 a 70 e 75 a 77 supra) na conversão em ações de uma dívida pública no valor total de 1 049 milhões de RON, conversão que deve ser seguida a curto prazo da venda integral do pacote resultante de ações detido pelo Estado (privatização), confere

([28]) Trata-se, em particular, de um plano de negócios elaborado pela direção da Oltchim para o período 2006-2010, de um parecer consultivo independente da Raiffeisen, datado de maio de 2007, e de um relatório técnico de consultoria apresentado pela Tecnho Orbichem, datado de maio de 2007.

([29]) Por exemplo, o plano de negócios notificado à Comissão em 17 de junho de 2009 e um estudo de 13 de abril de 2011, elaborado pela Roland Berger e apresentado à Comissão pelas autoridades romenas em 14 de abril de 2011.

algum benefício indevido à Oltchim. A dívida pública total que será convertida em ações inclui a principal dívida pública detida pela agência de privatização AVAS, no valor de 538 milhões de RON e os juros acumulados sobra a dívida detida pela AVAS entre 1 de janeiro de 2007 e 31 de dezembro de 2011, no valor de 511 milhões de RON.

(111) Para avaliar se a medida proposta de conversão da dívida pública implica algum benefício indevido para a Oltchim, é necessário determinar se a conversão da dívida é na verdade o melhor mecanismo para maximizar a recuperação da dívida pública, segundo alega a Roménia. Na prática, a Comissão precisa de determinar se um credor privado hipotético numa situação comparável à da agência de privatização AVAS, que é o credor da Oltchim, teria na verdade preferido esse mecanismo de recuperação da dívida a outras alternativas de recuperação disponíveis, tendo em conta o facto de que o devedor se confronta com dificuldades financeiras significativas. Embora o Ministério da Economia, o atual acionista da Oltchim, não tenha qualquer papel no que se refere à recuperação da dívida pública, na análise infra são tomados em consideração os resultados dos dois possíveis cenários para o acionista público.

(112) A Roménia alega que, tendo em conta a situação atual da companhia (forte subcapitalização e endividamento excessivo) as únicas possibilidades realistas ao dispor de um credor privado numa situação comparável ao do credor público AVAS consistiria quer i) na liquidação da empresa, quer ii) na conversão da dívida em ações, seguida da venda integral do pacote de ações detido pelo Estado na empresa. Qualquer credor privado que necessitasse de escolher entre estas medidas optaria por aquela que garantisse a recuperação do montante mais elevado possível da dívida pendente. Por outras palavras, o credor optaria pela variante «conversão da dívida seguida de privatização» se a soma suscetível de ser recuperada através da privatização excedesse o montante que poderia ser recuperado através da liquidação.

(113) Para demonstrar que a conversão da dívida, seguida da venda do pacote de ações resultante, proporciona ao credor mais receitas do que a liquidação, a Roménia apresentou um relatório elaborado por um organismo de consultadoria independente (ver considerandos 78 a 82 supra) que compara os resultados para o credor dos dois cenários, ou seja, o da conversão da dívida seguida de privatização e o da liquidação.

(114) A Comissão avaliou o relatório em pormenor, a fim de verificar se os resultados apresentados permanecem intactos depois de uma análise e se demonstram verdadeiramente que depois da conversão em ações dos créditos detidos, a AVAS se comporta como um credor privado. Tendo examinado detalhadamente o relatório, a Comissão constata o seguinte:

(115) **Valor do crédito da AVAS em caso de liquidação**: o cenário da liquidação é avaliado com base num anterior relatório de liquidação datado de fevereiro de 2011 e elaborado pela Raiffeisen e num relatório de liquidação do mês de março de 2011 elaborado pelo consultor independente Romcontrol SA București).

(116) Em conformidade com o direito romeno, as empresas em que o Estado detenha pelo menos 50 % + 1 das ações são liquidadas ao abrigo do chamado «procedimento especial de liquidação voluntária», como previsto no Despacho de Urgência do Governo n.º 88/1997, na Decisão do Governo n.º 577/2002 e na Lei n.º 137/2002. No âmbito desse procedimento especial de liquidação voluntária, o montante obtido pelo liquidador da venda dos ativos da empresa deve ser utilizado para anular as dívidas exigíveis da empresa, na ordem de preferência prevista na Lei n.º 85/2006 (lei romena relativa à insolvência). Por conseguinte, as receitas obtidas da liquidação devem ser utilizadas para anular as dívidas na seguinte ordem de preferência: 1) custos de liquidação; 2) créditos salariais; 3) créditos privilegiados (ou seja, dívidas garantidas com penhoras, hipotecas e outras vantagens especiais); 4) créditos fiscais (impostos e outras obrigações fiscais); 5) dívidas ao Ministério das Finanças por conta das garantias estatais ativadas; 6) créditos dos empréstimos públicos; 7) créditos ordinários (não garantidos); 8) acionistas. No caso em apreço, a AVAS estaria classificada na terceira categoria de credores (credores privilegiados), mas ficaria atrás de outros credores privilegiados (privados) da Oltchim, uma vez que dívida pública foi apenas parcialmente garantida.

(117) A consultoria Romcontrol fez uma estimativa do valor de liquidação dos ativos da Oltchim em 15 de dezembro de 2010, com base no método dos ativos líquidos ajustados, que tem em conta o período limitado de exposição no mercado dos ativos postos à venda ([30]).

(118) Com base nos resultados do valor de liquidação dos ativos, conforme estimados pela Romcontrol, a Raiffeisen estimou os resultados para o credor AVAS e para o Estado na sua qualidade de acionista, tendo em consideração as dívidas da empresa em 31 de dezembro de 2010 e as suas demonstrações financeiras preliminares na mesma data («estudo de liquidação de fevereiro 2011, elaborado pela Raiffeisen»). Neste estudo estima-se que as receitas que poderiam ser obtidas com a venda dos ativos da Oltchim permitiriam recuperar aproximadamente [20]-[30] % do total das dívidas da empresa. O credor AVAS, na qualidade de credor parcialmente garantido, teria recuperado cerca de [80]-[100] milhões de RON (o que representa [10]-[30] % do crédito total de 538 milhões de RON). Dado a diferença negativa entre as receitas da liquidação e as dívidas da empresa, o Estado, na sua qualidade de acionista, não receberia nada.

(119) Em outubro de 2011, a Raiffeisen atualizou as estimativas do estudo de liquidação de fevereiro 2011, para tomar em consideração os dados financeiros da empresa em 30 de junho de 2011 e incluir os juros cobrados sobre a dívida pública a partir de janeiro de 2007.

([30]) Estimou-se que o procedimento especial de liquidação voluntária duraria aproximadamente 18 meses.

(120) De acordo com estas estimativas atualizadas, a AVAS, na sua qualidade de credor parcialmente garantido da Oltchim, receberia [100]-120] milhões de RON do seu crédito total em relação à empresa (o que representa [10]--[20] % ([31]) do crédito total, ou seja, a dívida principal no valor de 538 milhões de RON acrescidos de juros). O Ministério da Economia, na sua qualidade de acionista público, também não receberia nada desta dívida. A soma que seria obtida pela AVAS foi posteriormente atualizada ([32]) em 30 de junho de 2011. Em resultado, a AVAS receberia [10]-[40] milhões de EUR em caso de liquidação da empresa.

Quadro 2

Receitas obtidas do crédito do Estado em caso de liquidação

	Crédito (milhões de EUR)	Total das receitas (milhões de EUR)	Receitas VAL a 10,7 % >(milhões de EUR)
AVAS (Credor)	209,4	[20]-[30]	[10]-[30]
Ministério da Economia (acionista)	Participação	[0]-[10]	[0]-[10]
Total Estado		**[20]-[30]**	**[10]-[30]**

(121) Esta soma deve depois ser comparada com as receitas previstas da conversão em ações do crédito detido pela AVAS, seguida de uma privatização da empresa.

(122) **Valor do crédito detido pela AVAS em caso de conversão da dívida, seguida de privatização**: no relatório, as receitas que podem ser obtidas pelo Estado em caso de conversão da dívida seguida de privatização foram estimadas com base no método do valor das empresas, um dos principais sistemas de medição utilizados na avaliação das empresas.

(123) No que diz respeito à utilização deste método, a Comissão observa que, em princípio, existem vários métodos para estimar o valor das ações de uma empresa.

(124) Um dos métodos frequentemente utilizados é o do múltiplo do EBITDA («resultado antes de juros, impostos, reintegração e amortização). Isto permite avaliar o valor do capital próprio de uma empresa para o ano X, multiplicando o EBITDA do ano X por um fator (o múltiplo) considerado adequado para o setor em causa e subtraindo a dívida líquida do resultado.

(125) Outro método consiste na análise dos fluxos de caixa atualizados. Os fluxos de caixa nominais disponíveis da empresa para os próximos anos são atualizados com base no custo médio ponderado do capital ([33]), deduzindo-se a dívida líquida do valor obtido.

(126) Um terceiro método é o do múltiplo do volume de negócios. Este permite avaliar o valor do capital próprio de uma empresa para o ano X, multiplicando o volume de negócios do ano X por um fator (o múltiplo) considerado adequado para o setor em causa e subtraindo a dívida líquida do resultado.

(127) Todos estes métodos (valor futuro do EBITDA, fluxo de caixa ou volume de negócios) utilizam valores estimados. No caso em apreço, nem todos os métodos de estimativa baseados em valores estimados num plano de negócios podem ser utilizados de uma forma judiciosa. Uma vez que se preconiza a privatização imediata da empresa, só o novo proprietário estará em condições de determinar a futura estratégia de negócios da empresa e, por conseguinte, as previsões pertinentes do plano de negócios necessárias para utilizar estes métodos não estão disponíveis nem podem ser antecipadas ([34]). Dado que o novo proprietário terá de realizar investimentos significativos, nem os resultados históricos da empresa podem ser utilizados para fazer previsões.

(128) Nestas circunstâncias, a Comissão considera que os únicos dois métodos disponíveis para estimar o valor das ações combinadas detidas pelo Estado romeno, mais precisamente pela AVAS e pelo Ministério da Economia, são a capitalização bolsista e o valor da empresa. Convém sublinhar que o valor da empresa inclui também os parâmetros utilizados para a capitalização bolsista.

(129) A capitalização bolsista é definida como o preço das ações multiplicado pelo número de ações em circulação e reflete o valor total das ações em circulação da empresa. Este sistema de medição representa o consenso público no que se refere ao valor do capital próprio de uma empresa e poderia ser utilizado para substituir, aos olhos da opinião pública, o valor líquido de uma empresa.

([31]) A taxa de recuperação de [10]-[20] % é inferior à taxa de [15]-[25] % anteriormente calculada, uma vez que, entretanto, os juros suplementares cobrados pela AVAS, que constituem uma dívida não garantida, foram igualmente tidos em conta.

([32]) Atualizada em 30 de junho de 2011 a uma taxa de atualização de 10,7 %, em função do valor do custo médio ponderado do capital estabelecido por um estudo de consultadoria de 13 de abril de 2011, realizado pela empresa de consultores Roland Berger e apresentado à Comissão pelas autoridades romenas em 14 de abril de 2011.

([33]) Ver nota de rodapé 31.

([34]) Embora a Roménia tenha apresentado um plano de negócios na notificação inicial, as projeções financeiras aí contida foram baseadas em amplos investimentos no valor de 424 milhões de EUR; por conseguinte, estas projeções não são fiáveis no contexto atual, em que o Estado renunciou aos planos de investimento suplementares.

(130) A capitalização bolsista da Oltchim foi calculada com base nos preços das suas ações fixados pela Bolsa de Valores de Bucareste ([35]) durante um período de 44 meses (2008 – agosto de 2011). Esse intervalo é suficientemente longo para ser relevante e a capitalização bolsista durante esse período é também um bom indício de quanto o mercado está disposto a pagar pela empresa.

(131) Neste contexto, a Comissão observa como aspeto positivo o facto de, no recente período compreendido entre maio e agosto de 2011, os preços das ações serem sempre mais elevados do que a sua média a 44 meses. Mais precisamente, embora a média ponderada a 44 meses seja de 0,53 RON por ação, o preço de uma ação atingiu mesmo 2,05 RON em julho de 2011 ([36]). Assim, os dados utilizados para determinar o valor de mercado podem ser considerados prudentes.

(132) Além disso, no que diz respeito à evolução dos preços das ações desde setembro de 2011 (o último conjunto de dados utilizado pelo estudo elaborado pela Raiffeisen), a Comissão observa como aspeto positivo que no passado recente (desde meados de outubro de 2011), o preço das ações aumentou de forma significativa e manteve-se num valor mais elevado do que a média ponderada de 0,53 RON utilizada na fórmula da capitalização bolsista.

Figura 1

Evolução do preço das ações da Oltchim na Bolsa de Valores de Bucareste de 23.2.2011 a 23.2.2012



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

(133) Antes da conversão prevista da dívida, a capitalização bolsista da Oltchim durante o período analisado (janeiro de 2008 – agosto de 2011) foi, em média ponderada ([37]), igual a 45 milhões de EUR e nos últimos três meses do período observado (junho de - agosto de 2011) situou-se de modo constante acima de 100 milhões de EUR. A capitalização bolsista ultrapassa assim claramente o valor de liquidação da Oltchim ([10]-[40] milhões de EUR), o que constitui um primeiro indício de que a venda do pacote de ações detido pelo Estado no quadro de um processo de privatização seria preferível à liquidação da empresa.

(134) O segundo método que pode ser utilizado é o valor da empresa. O valor da empresa é uma unidade de medida do valor de uma empresa, frequentemente utilizada como alternativa à simples capitalização bolsista, pois considera-se que proporciona uma representação mais exata do valor da empresa. O valor da empresa representa a soma do valor de capitalização bolsista de uma empresa e da sua dívida financeira líquida. Este método foi utilizado pela Raiffeisen capital.

(135) Depois do cálculo do valor de capitalização bolsista, o outro elemento presente na fórmula de cálculo do valor da empresa, ou seja, a dívida líquida, foi calculado como a soma de todas as dívidas financeiras da empresa (todos as dívidas com juros da empresa, ou seja, os empréstimos bancários e as dívidas vencidas/reescalonadas) ([38]).

(136) Na próxima etapa é possível calcular o valor mediano, a média e a média ponderada do valor da empresa e do valor da empresa por ação durante o período de 44 meses. No relatório, estes valores foram calculados, respetivamente, para dois cenários: com os juros cobrados sobre a dívida com base na convenção, e sem estes juros.

(137) Tendo em conta estas considerações, a Comissão considera que os juros cobrados com base na convenção não devem ser tidos em consideração para o cálculo do valor da empresa pelas seguintes razões: permanecendo constantes todos os outros elementos, se a dívida aumenta, o capital próprio diminui. Estes dois efeitos vão em direções opostas e, em princípio, não deveriam ter qualquer influência sobre o valor da empresa. Se tivesse conhecimento dos juros, o mercado avaliaria consequentemente as ações a um preço inferior. No entanto, no caso em apreço o montante dos juros foi acrescentado *ex post* e não foi antecipado pelo mercado. Por conseguinte, as informações existentes detidas pelo mercado no momento da avaliação são relevantes.

(138) Tendo em conta estas considerações, foram calculados os seguintes valores da empresa por ação para o período observado.

([35]) A percentagem de ações transacionadas nesse período variou entre 0,01 % e 13,45 % do total das ações por mês.

([36]) No período compreendido entre fevereiro de 2011 e fevereiro de 2012, o valor máximo a 52 semanas chegou a atingir 2,21 RON por ação.

([37]) A média ponderada foi calculada com base no volume de ações transacionadas.

([38]) O interesse minoritário e as ações preferenciais são iguais a zero, e a caixa bem como os equivalentes de caixa com valores insignificantes não foram considerados no cálculo do valor líquido da dívida.

Quadro 3

Cálculo do valor da empresa por ação da Oltchim no período observado

Período	Número de ações	Preço médio das ações	Capitalização bolsista (preço das ações x número de ações)	Dívida líquida em milhares RON	Valor da empresa (capitalização bolsista mais dívida líquida) em milhares RON	Valor da empresa por ação
Jan. - 08	343 023 858	1,10	378	[1 200]-[1 400]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Fev. - 08	343 023 858	0,91	314	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Mar. - 08	343 023 858	0,81	279	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Abr. - 08	343 023 858	0,87	300	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Maio - 08	343 023 858	1,04	358	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Jun. - 08	343 023 858	0,96	330	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Jul. -08	343 023 858	0,72	247	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Ago. - 08	343 023 858	0,63	216	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Set. - 08	343 023 858	0,47	160	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Out. - 08	343 023 858	0,37	127	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Nov. - 08	343 023 858	0,21	71	[1 200]-[1 400]	]1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Dez. - 08	343 023 858	0,16	54	[1 400]-[1 600]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Jan. - 09	343 023 858	0,15	51	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Fev. - 09	343 023 858	0,13	45	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Mar. - 09	343 023 858	0,15	53	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Abr. - 09	343 023 858	0,25	84	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Maio - 09	343 023 858	0,27	93	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Jun. - 09	343 023 858	0,30	104	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Jul. - 09	343 023 858	0,33	113	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Ago. - 09	343 023 858	0,32	109	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Set. - 09	343 023 858	0,28	96	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Out. - 09	343 023 858	0,27	91	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Nov. - 09	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Dez. - 09	343 023 858	0,26	89	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Jan. - 10	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Fev. - 10	343 023 858	0,22	77	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Mar. - 10	343 023 858	0,27	92	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Abr. - 10	343 023 858	0,31	105	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Maio - 10	343 023 858	0,22	76	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Jun. - 10	343 023 858	0,21	71	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Jul. - 10	343 023 858	0,18	62	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Ago. - 10	343 023 858	0,19	64	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Set. - 10	343 023 858	0,19	66	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Out. - 10	343 023 858	0,22	76	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Nov. - 10	343 023 858	0,22	75	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[4]-[6]
Dez. - 10	343 023 858	0,20	69	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Jan. - 11	343 023 858	0,21	74	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]

Período	Número de ações	Preço médio das ações	Capitalização bolsista (preço das ações x número de ações)	Dívida líquida em milhares RON	Valor da empresa (capitalização bolsista mais dívida líquida) em milhares RON	Valor da empresa por ação
Fev. - 11	343 023 858	0,26	88	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Mar. - 11	343 023 858	0,30	102	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Abr. - 11	343 023 858	0,44	152	[2 000]-[2 200]	[2 100]-[2 200]	[5]-[7]
Maio - 11	343 211 383	0,77	265	[2 000]-[2 200]	[2 300]-[2 400]	[5]-[7]
Jun. - 11	343 211 383	1,61	551	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]
Jul. - 11	343 211 383	2,05	702	[2 000]-[2 200]	[2 800]-[2 900]	[6]-[8]
Ago. - 11	343 211 383	1,32	452	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]

(139) Com base nas informações contidas neste quadro, foram calculadas a mediana, a média e a média ponderada do valor da empresa por ação.

Quadro 4

Mediana, média e média ponderada do valor da empresa por ação da Oltchim

	Preço das ações	Valor da empresa por ação
Mediana	[0,10]-[0,30]	[4]-[6]
Média	[0,30]-[0,50]	[4]-[6]
Média ponderada	[0,40]-[0,60]	[4]-[6]

(140) O valor da empresa (mediana, média, média ponderada) calculado como explicado acima pode ser depois utilizado para determinar o valor do pacote de ações detido pelo Estado «após conversão da dívida», deduzindo deste valor da empresa as dívidas da empresa que permanecem exigíveis depois da conversão; esta continuará a ser para a empresa uma dívida a pagar.

(141) O resultado é o valor de mercado do total do capital próprio, como indicado no quadro 5.

Quadro 5

Cálculo do valor de mercado do capital próprio com no método do valor da empresa

Cálculo do valor de mercado do capital próprio total depois da conversão da dívida	Cenários		
	Valor da empresa calculado com base no preço **mediano** das ações num período de 44 meses	Valor da empresa calculado com base no preço **médio** das ações num período de 44 meses	Valor da empresa calculado com base no preço **médio ponderado** das ações num período de 44 meses
Valor da empresa por ação (RON)	[4]-[6]	[4]-[6]	[4]-[6]
Número de ações antes da conversão	343 211 383	343 211 383	343 211 383
Valor de empresa (milhões de RON)	[1 700]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[2 000]-[2 100]
Dívida líquida depois da conversão da dívida (milhões de RON)	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]
Valor de mercado do capital próprio (milhões de RON)	[100]-[200]	[200]-[300]	[400]-[500]
Valor de mercado do capital próprio (milhões de EUR)	[20]-[30]	[50]-[60]	[90]-[100]

(142) No que diz respeito à dívida financeira líquida utilizada no cálculo acima descrito, ambas as etapas do cálculo, mais exatamente i) o cálculo da fórmula relativa ao valor da empresa e ii) a subtração ulterior, com vista a obter o valor de mercado do capital próprio, devem em princípio basear-se no valor de mercado das dívidas da empresa.

(143) Contudo, a Comissão constata em primeiro lugar que é muito difícil estabelecer um preço de mercado para a dívida da Oltchim, uma vez que esta não é objeto de transação e que não existe um mercado local de transação da dívida. Por outro lado, o valor de mercado da dívida poderia ser determinado, teoricamente, estabelecendo a notação da empresa antes e depois da conversão da dívida. Essa notação poderia então ser utilizada para estimar a probabilidade de incumprimento das obrigações de pagamento, que, por sua vez, poderia ser usada para estimar o valor de mercado da dívida. Na ausência de uma notação deste género, a Comissão considerou que este tipo de exercício não é possível e que a utilização de um valor de mercado estimado de forma inadequada geraria erros significativos.

(144) Em segundo lugar, partindo do pressuposto que a dívida líquida foi transacionada com base na mesma atualização relativamente ao seu valor contabilístico antes e depois da conversão, os resultados do cálculo não sofrem nenhuma alteração, independentemente do valor da atualização. Qualquer alteração da dívida financeira geraria, num caso semelhante, uma alteração proporcional, no sentido oposto, do valor de capitalização bolsista. Aumentar o valor contabilístico da dívida ou o seu valor de mercado não tem qualquer relevância, dado que o valor da dívida é sobretudo determinado para obter o valor da empresa, antes de ser deduzido para obter o novo valor contabilístico das ações.

(145) Em terceiro lugar, supondo que a dívida restante depois da conversão é transacionada a um valor diferente do valor anterior à conversão, seria necessário, para efetuar um cálculo adequado, ter em conta o facto de que, depois da conversão da dívida em ações, o valor do mercado da dívida restante seria provavelmente inferior ao seu valor contabilístico, mas superior, de qualquer modo, ao seu valor de mercado antes da conversão. Caso não exista uma base para estabelecer estes valores, não é contudo possível simular os efeitos de uma alteração destes valores, dado que os parâmetros que deveriam diferir ao mesmo tempo são demasiado numerosos.

(146) Por outro lado, a Comissão observa que as demonstrações financeiras da Oltchim foram preparadas em conformidade com as normas internacionais de informação financeira (IFRS) e foram controladas por um auditor independente, KPMG. Nestas demonstrações financeiras, as dívidas financeiras são apresentadas a seu justo valor, nos termos da IAS 39. Nos termos da IAS 39, o justo valor é a soma pela qual um ativo pode ser transacionado ou pela qual a dívida poderia ser liquidada de modo voluntário entre as partes, com conhecimento de causa e em condições normais de concorrência. Nesta base, a KPMG certificou o facto de o justo valor da dívida a longo prazo da empresa não ser significativamente diferente do seu valor contabilístico.

(147) Em virtude das considerações que precedem, a Comissão considera que, neste caso, é na verdade correto utilizar o valor contabilístico da dívida para calcular o valor de mercado do capital próprio.

(148) Apesar disso e para verificar a solidez do cálculo, a Comissão procedeu ainda a uma análise de sensibilidade, isto é, determinou a diferença percentual entre o valor contabilístico e o valor de mercado da dívida líquida anterior à conversão em que o valor atual do pacote de ações detido pelo Estado depois da conversão se tornaria igual ao valor de liquidação, partindo da hipótese de que o valor de mercado da dívida corresponderá ao seu valor contabilístico depois da conversão da dívida em ações. Este valor em percentagem pode ser considerado como uma certa «margem de erro» para a estimativa do valor de mercado da dívida.

(149) A Comissão considera que, entre todos os cenários (valor da empresa com base na mediana, na média ou na média ponderada), a média ponderada representa o cenário mais real uma vez que, nesse caso, os valores foram ponderadas com os volumes de ações transacionadas. Para este cenário, a margem acima referida é de 15 %. A Comissão conclui que essa margem é amplamente suficiente para considerar que o valor da empresa é calculado com base em dados sólidos.

(150) Após o cálculo do valor de mercado do capital próprio, é possível calcular o valor do pacote de ações resultante detido pelo Estado, partindo do valor de mercado total desse capital próprio em função da participação do Estado, que, depois da conversão da dívida, se efetuará do seguinte modo ([39]):

Quadro 6

Participação do Estado romeno na empresa Oltchim antes e depois da conversão prevista da dívida

	Participação **antes** da conversão da dívida	Participação **depois** da conversão da dívida Dívida para com a AVAS e os respetivos juros representam as dívidas convertidas
AVAS	0 %	[80]-[100] %
Ministério da Economia	54,81 %	[0]-[5] %
Total Estado	54,81 %	[80]-[100]

(151) O resultado é o seguinte: depois da conversão do capital da dívida para com a AVAS, ao qual são acrescentados os juros aplicados com base na convenção, a Oltchim apresentará um valor de mercado do seu capital próprio compreendido entre [20]-[30] e [90]-[100] milhões de EUR, o que conduzirá a um valor atualizado ([40]) do pacote de ações combinadas detido pelo Estado ([80]-[100] %) compreendido entre [15]-[30] e [75]-[90] milhões de EUR. No quadro 7 infra, os valores da empresa avaliados para todos os cenários encontram-se sintetizados e comparados com os valores aplicáveis em caso de liquidação.

([39]) Para efeitos da análise, não foi tomada em consideração, no relatório, a possível participação dos acionistas privados no aumento do capital, pois o impacto dessa participação sobre o valor do pacote de ações detido pelo Estado romeno será considerado neutro.

([40]) Atualizado com um fator de atualização 10,7 em 30 de junho de 2011, segundo o mesmo modelo que o aplicado ao valor de liquidação.

Quadro 7

Comparação da conversão da dívida seguida de uma privatização com uma liquidação, segundo o método do valor da empresa

Receitas do Estado preconizadas milhões de EUR	Conversão da dívida imediatamente seguida de privatização			Valor atualizado líquido das receitas da liquidação	Comparação
	Valor da empresa calculado na base no preço **mediano** das ações num período de 44 meses	Valor da empresa calculado com base no preço **médio** das ações num período de 44 meses	Valor da empresa calculado com base no preço **médio ponderado** das ações num período de 44 meses		
Valor de mercado do capital próprio	[20]-[30]	[45]-[60]	[90]-[100]		
Valor de mercado do pacote de ações combinadas detido pelo Estado	[15]-[40]	[45]-[60]	[80]-[100]		
Valor atualizado líquido do pacote de ações combinadas detido pelo Estado (98,44 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[75]-[90]	[10]-[40]	Liquidação < conversão da dívida e privatização
Valor atualizado líquido do pacote de ações detido pela AVAS (96,54 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[70]-[80]	[10]-[40]	Liquidação < conversão da dívida e privatização
Valor atualizado líquido do pacote de ações detido pelo Ministério da Economia (1,9 %)	[0]-[1]	[0]-[1]	[1]-[2]	[0]-[1]	Liquidação < conversão da dívida e privatização

(152) Em todos os cenários avaliados segundo o método do valor da empresa, tanto a AVAS, na sua qualidade de credor público, como o Ministério da Economia, na sua qualidade de acionista, obtêm melhores resultados em caso de conversão do que em caso de liquidação da empresa. A participação do acionista público atual, o Ministério da Economia, diminuirá com a conversão da dívida, o que resultará num pacote de [80]-[100] % para o credor AVAS. Apesar disso, o Ministério não tem motivos para se opor à conversão da dívida, uma vez que em caso de liquidação não obteria nada pelas ações detidas na empresa. Quanto ao credor público AVAS, mesmo no cenário com as estimativas mais baixas do valor da empresa, este obteria mesmo assim mais do que se optasse pela liquidação da empresa ([10]-[30] milhões de EUR, contra [10]-[30] milhões de EUR).

(153) Com base nas conclusões expostas e se a empresa for privatizada a curto prazo depois da conversão da dívida, é possível concluir que a medida notificada (conversão da dívida seguida de uma privatização integral) não confere qualquer benefício para a empresa Oltchim, permitindo esta medida ao credor público AVAS recuperar mais do que se optasse pela liquidação da empresa. Neste contexto, a Comissão toma nota do compromisso assumido pelas autoridades romenas [ver considerandos 17 e 73, supra] de privatizar integralmente a empresa até ao final de maio de 2012.

(154) A Comissão considera que a avaliação quantitativa, efetuada segundo os métodos da capitalização bolsista e do valor da empresa, é igualmente apoiada pelos dois argumentos seguintes, que o perito independente não quantificou.

(155) Em primeiro lugar, a avaliação baseia-se no preço bolsista. Apesar de tudo, como o pacote de ações detido pelo Estado na Oltchim será vendido em bloco, o comprador poderá controlar a empresa. Assim, o comprador estará disposto a pagar um prémio de controlo pelo pacote de ações, seguindo assim a prática habitual em transações semelhantes.

(156) Em segundo lugar, a Comissão observa que a empresa PCC se mostrou disposta a pagar, em 2007, o montante de 7,5 milhões de EUR por um pacote *de facto* igual a 12 % das ações da Oltchim e, em 2011, o montante de 2,6 milhões de EUR por um pacote suplementar de 3,6 % das ações da Oltchim. Isto indica, por um lado, que um investidor privado considerou que o valor da Oltchim aumentou em 2011 relativamente a 2007 (dado que estava disposto a pagar um preço mais elevado por ação) e que, com base na transação de 2011, a totalidade das ações seria avaliada em 73 milhões de EUR, ou seja, uma soma consideravelmente superior ao valor de liquidação.

IX.4. **Conclusão relativa ao critério do benefício**

(157) Com base nas conclusões acima mencionadas, ou seja: i) a empresa não obteve qualquer benefício indevido da forma como as autoridades públicas procederam à recuperação da dívida pública que é objeto da medida notificada e ii) a conversão da dívida enquanto tal não confere um benefício indevido à empresa, a Comissão conclui que, no que diz respeito às medidas atualmente notificadas (que resultam da combinação das antigas medidas 1 e 3), o critério do benefício não é cumprido. Tendo em conta esta constatação, os outros critérios cumulativos da definição da noção de auxílio estatal que decorrem do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE, não devem ser analisados com o objetivo de avaliar as medidas atualmente notificadas.

X. **CONCLUSÃO**

(158) O procedimento formal de investigação iniciado nos termos do artigo 108.º, n.º 2, do TFUE que tem por objeto a medida 2 (garantia estatal) deve ser encerrado pois, na sequência da retirada da notificação relativa a essa medida, ficou sem objeto.

(159) A medida atualmente notificada (antigas medidas 1 e 3 combinadas) não implica auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE.

(160) Esta conclusão baseia-se na firme intenção da Roménia de vender na íntegra o pacote de ações detido na empresa Oltchim expressa pelo Primeiro-Ministro Boc na sua carta de 21 de outubro de 2011 e confirmada pelo Primeiro-Ministro Ungureanu na sua carta de 16 de fevereiro de 2012,

ADOTOU A PRESENTE DECISÃO:

Artigo 1.º

A Comissão decidiu encerrar o procedimento formal de investigação previsto no artigo 108.º, n.º 2, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia em relação à garantia estatal notificada (medida 2) a favor da Oltchim, registando que a Roménia retirou a sua notificação e não prosseguirá com esta medida.

Artigo 2.º

A medida 1, aplicada pela Roménia em 17 de julho de 2009 e alterada em 22 de junho de 2011, 9 de setembro de 2011, 21 de outubro de 2011 e 16 de fevereiro de 2012, não constitui um auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

Artigo 3.º

A medida 3, aplicada pela Roménia em 2007 não constitui um auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

Artigo 4.º

A destinatária da presente decisão é a Roménia.

Feito em Bruxelas, em 7 de março de 2012.

Pela Comissão

Joaquín ALMUNIA

Vice-Presidente