

**DÉCISION (UE) 2016/2041 DE LA COMMISSION****du 20 janvier 2016****concernant les aides d'État SA.33926 2013/C (ex 2013/NN, 2011/CP) mises à exécution par la Belgique en faveur de Duferco***[notifiée sous le numéro C(2016) 94]***(Les textes en langues française et néerlandaise sont les seuls faisant foi)****(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)**

LA COMMISSION EUROPÉENNE,

vu le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et notamment son article 108, paragraphe 2, premier alinéa <sup>(1)</sup>,

vu l'accord sur l'Espace économique européen, et notamment son article 62, paragraphe 1, point a),

après avoir invité les intéressés à présenter leurs observations conformément auxdits articles <sup>(2)</sup> et vu ces observations,

considérant ce qui suit:

**1. PROCÉDURE**

- (1) Le 21 novembre 2011, le journal *Le Soir* a publié une série d'articles selon lesquels la Région wallonne <sup>(3)</sup> avait accordé un soutien financier au groupe sidérurgique Duferco («Duferco» ou le «groupe Duferco») depuis 2003 sans en avoir informé la Commission. Selon le quotidien belge, la Région wallonne aurait créé en mars 2003 un nouveau holding financier, le Foreign Strategic Investment Holding (le «FSIH»), filiale de la Société wallonne de gestion et de participations (la «SOGEPA») pour investir dans des sociétés du groupe Duferco ayant leur siège hors de Belgique, voire de l'Union.
- (2) À la suite de ces informations, la Commission a demandé à la Belgique, par courrier du 29 novembre 2011, de lui communiquer des informations complémentaires relatives à la nature du soutien financier que la Région wallonne aurait apporté au groupe Duferco entre 2003 et 2011.
- (3) Par courrier du 14 décembre 2011, la Belgique a demandé un délai complémentaire de réponse, qui lui a été accordé le 16 décembre 2011. La Belgique a répondu à la demande d'information de la Commission le 4 janvier 2012. Par lettre du 29 juin 2012, la Commission a demandé des compléments d'information. La Belgique a demandé un délai complémentaire de réponse, qui lui a été accordé le 18 juillet 2012. Elle a répondu le 28 septembre 2012.
- (4) Une réunion s'est tenue dans les locaux de la Commission le 6 mai 2013 entre la Commission, d'une part, et les autorités belges et les représentants de la SOGEPa et du FSIH, d'autre part.
- (5) Les 4 et 10 juin 2013 ainsi que les 15 et 30 juillet 2013, la Belgique a fait parvenir à la Commission des informations complémentaires.
- (6) Une nouvelle réunion a eu lieu dans les locaux de la Commission le 30 septembre 2013 entre la Commission et les représentants de la SOGEPa et du FSIH.
- (7) Par lettre du 16 octobre 2013, la Commission a informé la Belgique de sa décision d'ouvrir la procédure prévue à l'article 108, paragraphe 2, du TFUE à l'égard de ces mesures (la «procédure formelle d'examen»).

<sup>(1)</sup> À compter du 1<sup>er</sup> décembre 2009, les articles 87 et 88 du traité CE sont devenus respectivement les articles 107 et 108 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Dans les deux cas, les dispositions sont, en substance, identiques. Aux fins de la présente décision, les références faites aux articles 107 et 108 du TFUE s'entendent, s'il y a lieu, comme faites respectivement aux articles 87 et 88 du traité CE. Le TFUE a également introduit certaines modifications de terminologie, telles que le remplacement de «Communauté» par «Union», de «marché commun» par «marché intérieur» et de «Tribunal de première instance» par «Tribunal». La terminologie du TFUE est utilisée dans la présente décision.

<sup>(2)</sup> JO C 120 du 23.4.2014, p. 51.

<sup>(3)</sup> Ci-après, la Commission se référera à «la Belgique» plutôt qu'à «la Région wallonne» (à moins que le contexte ne l'exige autrement), la correspondance ayant été engagée avec l'État membre visé par la procédure et destinataire de la présente décision.

- (8) La décision de la Commission d'ouvrir la procédure (la «décision d'ouverture») a été publiée au *Journal officiel de l'Union européenne* <sup>(4)</sup>. La Commission a invité les intéressés à présenter leurs observations sur les mesures en cause.
- (9) La Commission a reçu les observations de la Belgique le 11 décembre 2013 après que cette dernière eut obtenu un délai supplémentaire. Elle a également reçu des observations de la part des intéressés les 23 et 24 juin 2014 après leur avoir également accordé un délai supplémentaire. Elle a transmis lesdites informations à la Belgique les 3 et 18 juillet 2014 en lui donnant la possibilité de les commenter, et a reçu ses commentaires par lettres des 1<sup>er</sup> et 18 août 2014.
- (10) Par courrier du 28 janvier 2015, la Commission a demandé des informations complémentaires à la Belgique. Celle-ci a demandé un délai supplémentaire pour y répondre, délai qui lui a été accordé le 25 février 2015. La Belgique a fait parvenir sa réponse à la Commission le 8 avril 2015.
- (11) Par courrier du 18 mai 2015, la Commission a demandé de nouvelles informations complémentaires. La Belgique a répondu le 2 juin 2015.
- (12) Une dernière demande d'information a été envoyée le 15 septembre 2015 à la Belgique. Celle-ci a demandé un délai supplémentaire d'un mois pour y répondre, qui lui a été accordé le 28 septembre 2015. Par lettre du 23 octobre 2015, la Belgique a fait parvenir sa réponse à la Commission.

## 2. DESCRIPTION DÉTAILLÉE DES MESURES

### 2.1. LE BÉNÉFICIAIRE

- (13) Le groupe Duferco produit et vend de l'acier. Il est présent dans une cinquantaine de pays à travers le monde. En Europe, le groupe se concentre sur la Belgique (environ 3 000 employés en 2009 et une dizaine de sites en Wallonie) et l'Italie (environ 1 300 employés en 2009). Il est aussi actif en Suisse, au Luxembourg, en France et dans l'ancienne République yougoslave de Macédoine (FYROM).
- (14) Duferco s'est implantée en Belgique à partir de 1997 en reprenant les forges de Clabecq, en grandes difficultés financières, avec l'appui de la Région wallonne (prise de participation de 8,75 millions d'EUR et prêt de 13,75 millions d'EUR) <sup>(5)</sup>. En 1999, Duferco rachète au groupe Hoogovens les usines Gustave Boël à La Louvière, toujours avec l'appui de la Région wallonne (conversion d'une créance de 12,5 millions d'EUR en 25 % du capital et prêt de 25,3 millions d'EUR) <sup>(6)</sup>. En 2002, Duferco reprend la phase à chaud de Charleroi, qui devient Carsid, en coopération avec Usinor et de nouveau avec l'appui de la Région wallonne [participation de la SOGEPa dans le capital de Carsid à hauteur de 20 millions d'EUR, ramenée à 9 millions d'EUR à la suite de la décision d'ouverture <sup>(7)</sup> de la procédure prévue à l'article 6, paragraphe 5, de la décision n° 2496/96/CECA de la Commission <sup>(8)</sup>]. Cette procédure s'est achevée le 15 octobre 2003 <sup>(9)</sup> par une décision négative de la Commission au motif qu'on ne peut considérer comme *pari passu* un investissement dans une nouvelle société lorsque seul l'actionnaire public assume un risque nouveau, l'actionnaire privé ne faisant que transférer une activité ou un projet existant au sein de la nouvelle société.
- (15) À la suite de cette vague d'acquisitions, Duferco dispose de trois filiales principales en Belgique: Duferco Clabecq, Duferco La Louvière (DLL), et Carsid.
- (16) En 2006, Duferco noue un partenariat stratégique avec le groupe sidérurgique russe Novolipetsk (NLMK). Ce partenariat vise à tirer parti de la présence de NLMK dans l'amont de la chaîne de l'acier (fourniture de matières premières et fabrication de produits semi-finis). Il prend la forme d'une participation à 50 % de NLMK dans une des holdings du groupe Duferco, dénommée Steel Invest and Finance (SIF) et immatriculée au Luxembourg. SIF regroupe de nombreux actifs du groupe Duferco, dont Duferco Clabecq, DLL et Carsid. La filiale américaine Duferco Farrell Corporation lui est également rattachée à la fin de l'année 2006. Le 18 décembre 2006, l'accord entre Duferco et NLMK est entériné. NLMK acquiert une participation de 50 % dans SIF, assortie d'une option d'achat inconditionnelle portant sur au moins une action de SIF

<sup>(4)</sup> Voir la note 2 de bas de page.

<sup>(5)</sup> Décision de la Commission du 25 novembre 1997 dans l'affaire N 680/97, Belgique — Participation financière de la Région wallonne dans l'entreprise «Duferco Belgique SA».

<sup>(6)</sup> Décision de la Commission du 26 mai 1999 dans l'affaire N246/99, Belgique — Participation financière des autorités publiques belges en faveur de l'entreprise HUGB (acier CECA).

<sup>(7)</sup> JO C 95 du 19.4.2002, p. 2.

<sup>(8)</sup> Décision n° 2496/96/CECA de la Commission du 18 décembre 1996 instituant des règles communautaires pour les aides à la sidérurgie (JO L 338 du 28.12.1996, p. 42).

<sup>(9)</sup> Décision 2005/137/CE de la Commission du 15 octobre 2003 concernant la participation financière de la Région wallonne dans l'entreprise Carsid SA (JO L 47 du 18.2.2005, p. 28).

- (17) À l'été 2011, le partenariat entre Duferco et NLMK prend fin. Les deux sociétés se partagent les actifs de SIF. Duferco reprend la filière «produits longs» de DLL, certaines activités de diversification, et les actifs de Carsid. Tous ces actifs belges sont regroupés au sein d'une nouvelle filiale, Duferco Long Products (DLP), société de droit luxembourgeois créée en mars 2011.
- (18) En 2012, le site de Carsid ferme définitivement. En 2013, Duferco décide l'arrêt des activités de production «produits longs» sur le site de La Louvière.
- (19) La consolidation du groupe Duferco est effectuée à partir de la société-mère Duferco Participations Holding («DPH»). Entre 2003 et 2010, les fonds propres de DPH sont passés de [...] (\*) millions d'EUR en 2003 à [...] millions d'EUR.
- (20) DPH était initialement établie [...] mais a ensuite été déplacée [...]. DPH est elle-même détenue par d'autres sociétés: [...].

## 2.2. LES MESURES SOUS EXAMEN

- (21) Entre 2003 et 2011, le FSIH a effectué six interventions en faveur de filiales de Duferco pour un total de 517 millions d'EUR.

### 2.2.1. PROVENANCE DES RESSOURCES AYANT SERVI À FINANCER LES MESURES

- (22) La SOGEPA est une société anonyme à capitaux publics, détenue à 100 % par la Région wallonne. Elle assure la mise en œuvre des décisions prises par le Gouvernement wallon quant à des interventions dans des sociétés commerciales et la gestion de ces interventions. En outre, elle est l'outil privilégié de la politique de la Région wallonne dans le secteur sidérurgique. Elle est née de la fusion en 1999 de la Société wallonne pour la sidérurgie (SWS) et de la Société pour la gestion de participations de la Région wallonne dans des sociétés commerciales (SOWAGEP).
- (23) Selon le site internet de la SOGEPA, pour les interventions réalisées à la demande du Gouvernement wallon, la SOGEPA remplit deux types de tâches particulières: i) l'analyse et l'expression d'un avis préalable à une décision éventuelle du Gouvernement wallon; ii) l'exécution et le suivi des décisions prises par le Gouvernement wallon. Dans le cadre de l'exécution des décisions du Gouvernement wallon, les services de la SOGEPA sont amenés à négocier et à élaborer des conventions d'actionnaires et/ou de prêt, dans le respect des conditions éventuellement précisées dans la décision gouvernementale d'intervention.
- (24) Le suivi des interventions implique en principe la présence de la SOGEPA et de ses collaborateurs aux conseils d'administration des sociétés bénéficiant d'interventions et ce, au titre tantôt d'administrateur, tantôt d'observateur. Il implique également la participation aux assemblées générales et, de manière générale, le suivi régulier des intérêts de la Région wallonne.
- (25) Le Gouvernement wallon nomme les administrateurs de la SOGEPA. Il y délègue également deux Commissaires du Gouvernement.
- (26) Le 27 mars 2003, la SOGEPA a constitué le FSIH avec un capital de 180 millions d'EUR. Selon l'acte de constitution, le FSIH a «pour objet d'investir, sous quelque forme que ce soit, dans des entreprises étrangères liées au secteur sidérurgique et/ou de conclure avec celles-ci toutes opérations financières». À cette fin, le FSIH «pourra notamment favoriser toute collaboration quelconque entre ces entreprises et les entreprises wallonnes».
- (27) Les membres du conseil d'administration du FSIH sont nommés par l'assemblée générale et donc par la SOGEPA. Une assemblée générale s'est tenue le 27 mars 2003, juste après la constitution du FSIH et a débouché sur la nomination des administrateurs et du président du conseil d'administration. Le président nommé fut le même que celui de la SOGEPA. Ce cumul a duré jusqu'au 31 mars 2013.

### 2.2.2. MESURE 1: PARTICIPATION DANS DUFERCO US (9 AVRIL 2003 — 12 DÉCEMBRE 2006)

- (28) Duferco US Investment Corp. («Duferco US») est une société holding qui détient 100 % d'une seule société, à savoir la société Duferco Farrell Corp. («Farrell»). Avant la mesure sous examen, la société Duferco US appartenait à 99,8 % au groupe Duferco, au travers d'une de ses filiales industrielles Duferco Industrial Investment (DII).

(\*) Information confidentielle.

- (29) Farrell est une entreprise sidérurgique implantée en Pennsylvanie (États-Unis). Elle produit des aciers laminés à chaud et à froid.
- (30) Le 9 avril 2003, le FSIH a acheté la moitié des actions, moins une, de Duferco US pour une somme de 97,22 millions dollars des États-Unis (USD) (soit 90 millions d'EUR). DII restait propriétaire de l'autre moitié des actions, moins une. Les deux actions restantes étaient placées dans un *special purpose vehicle* (véhicule ad hoc) chargé de les détenir sous séquestre pendant la durée du partenariat entre le FSIH et DII. Le même jour, le FSIH a acquis pour 5 millions d'EUR une option d'achat permettant d'acquérir les deux actions dudit véhicule et donc d'obtenir le contrôle de Duferco US; cette option n'a cependant jamais été exercée.
- (31) Avant d'acquérir en 2003, par l'intermédiaire du FSIH, la moitié des actions moins une de Duferco US, la SOGEPa avait fait évaluer la valeur de Farrell. Selon la société de conseil britannique Hatch Beddows, la valeur conservatrice moyenne de Farrell était ainsi de 330 millions USD. Une étude complémentaire a également été réalisée par World Steel Dynamics, consultant américain, qui a estimé la valeur de Farrell à 410 millions USD. La confrontation de ces deux analyses donne une valeur moyenne pour Farrell de 375 millions USD. En euros cette valeur moyenne serait d'environ 345,5 millions selon la moyenne mensuelle du cours de change USD-EUR en avril 2003.
- (32) Le FSIH a reçu un dividende de 2,5 millions USD en 2005 pour l'exercice se clôturant le 30 septembre 2004. La Belgique a précisé dans ses observations que le dividende a été perçu le 23 juin 2005. Selon la moyenne annuelle du cours de change USD-EUR en 2005, ce dividende équivalait à environ 2,01 millions d'EUR.
- (33) Comme c'est le cas pour de nombreuses industries de transformation, les résultats de Farrell pouvaient être directement influencés par le prix d'achat de ses entrants (brames). Le 15 septembre 2005, pour réduire la volatilité de ses résultats, Farrell a donc signé avec Duferco un contrat d'approvisionnements en brames. Ce contrat stipule que Duferco doit livrer à Farrell des brames, à un prix défini contractuellement de telle sorte que la marge de Farrell ne sorte pas d'une fourchette donnée ([...]).
- (34) Le 1<sup>er</sup> janvier 2006, un accord a été conclu entre le groupe Duferco et le groupe [...]. Selon ce contrat, [...] fournissait à Duferco des brames à un prix calculé comme étant i) le prix de vente des produits finis de Farrell ii) moins les coûts de transformation par Farrell iii) majorés d'une marge. Ce contrat permettait de couvrir, au niveau du groupe Duferco, le risque qui avait été transféré de Farrell à ce dernier à la suite de l'accord du 15 septembre 2005.
- (35) En 2006, le FSIH a décidé de revoir l'opportunité de sa participation dans Duferco US. Ainsi, le 14 juin 2006, DII et le FSIH ont convenu que DII aurait une option d'achat sur toutes les actions détenues par le FSIH pour un montant de 95 millions d'EUR. Cette option semble avoir été octroyée sans rémunération.
- (36) Cette option d'achat s'inscrivait également dans le contexte de la négociation du partenariat stratégique entre Duferco et NLMK. Il était en effet question que Duferco US entre dans le périmètre de SIF.
- (37) Le 12 décembre 2006, à la suite de l'exercice de cette option d'achat par [...], société du groupe Duferco qui avait succédé à DII pour tous les droits et obligations afférents à la présente mesure, le FSIH s'est désengagé de Duferco US. En conséquence, le groupe Duferco est redevenu plein propriétaire de Duferco US le 12 décembre 2006 pour un montant de 125,85 millions USD (soit 95 millions d'EUR). Le 18 décembre 2006, 50 % des parts de SIF étaient cédées à NLMK.

### 2.2.3. MESURE 2: PARTICIPATION DANS DPH (9 AVRIL 2003 — 14 JUIN 2006)

- (38) Le 9 avril 2003, le FSIH a acquis auprès de [la société qui à cette époque contrôlait DPH], sise à [...], aujourd'hui à [...], environ 25 % du capital de DPH ainsi qu'une action privilégiée (*preferred share*) donnant un droit préférentiel aux dividendes. Auparavant, le FSIH avait demandé au consultant Ernst & Young une évaluation de la valeur de DPH. Sur la base de cette évaluation, la valeur de 25 % de DPH était comprise entre [...] et [...] millions USD, soit une valeur moyenne de [...] millions USD. Le prix de la transaction entre le FSIH et [la société qui à cette époque contrôlait DPH] sera finalement de 86,42 millions USD, soit environ 80 millions d'EUR selon la moyenne mensuelle du cours de change USD-EUR en avril 2003.
- (39) Les parties ont convenu qu'en raison de la détention d'une action privilégiée, le FSIH disposerait d'un droit préférentiel aux dividendes de DPH comme suit: i) l'octroi d'une somme de 2 millions d'EUR pour chacun des exercices 2003 et 2004; ii) l'octroi d'une somme de 4 millions d'EUR pour chacun des exercices suivants jusqu'en 2012.

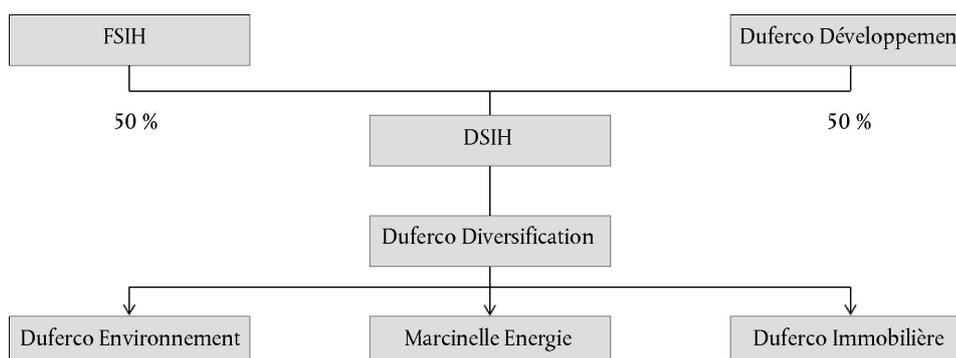
- (40) En janvier 2005, le FSIH a ainsi perçu un dividende de 4 millions d'EUR pour les exercices 2003 et 2004. Aucun dividende ne semble avoir été versé pour l'exercice 2005. L'exercice 2006 n'était pas clos avant que le FSIH ne revende sa participation.
- (41) En 2006, le FSIH a souhaité se désengager de DPH. En prévision de sa sortie, le FSIH a à nouveau mandaté Ernst & Young en vue de valoriser sa participation de 25 % dans DPH. Le rapport d'Ernst & Young de 2006 (le «rapport Ernst & Young 2006») évalue la participation de 25 % entre [...] et [...] millions USD, soit environ [...] et [...] millions d'EUR selon la moyenne annuelle du cours de change USD-EUR en 2006.
- (42) Les parties n'ont pas retenu la valorisation du rapport Ernst & Young 2006. Le 14 juin 2006, le FSIH a en effet vendu sa participation pour [...] millions USD, soit [...] millions d'EUR à [la société qui à cette époque contrôlait DPH].

#### 2.2.4. MESURE 3: PARTICIPATION DANS DSIH (14 DÉCEMBRE 2006)

- (43) En sus de la sidérurgie, Dufenco avait développé en Belgique des activités de diversification, qui furent regroupées en septembre 2006 dans une nouvelle filiale rattachée à SIF: Carsid Développement. En décembre 2006, quelques jours avant que SIF ne passe sous contrôle partiel de NLMK, il est décidé de sortir Carsid Développement du périmètre du partenariat avec la société russe.
- (44) Dufenco s'allie alors avec le FSIH pour reprendre et développer les actifs de Carsid Développement. Une nouvelle société, [...], est créée le 29 novembre 2006 pour accueillir ces actifs. Au moment de sa création, son actionnaire se nomme [...] et son capital social initial s'élève à [...] million d'EUR (souscrit mais non libéré à l'exception d'une action, d'une valeur nominale d'un euro). Mais dès sa première réunion en date du 7 décembre 2006, le conseil d'administration de [...] accepte le transfert de l'action existante de [...] au FSIH. Il accepte ensuite la souscription par une filiale du groupe Dufenco, Dufenco Développement, d'une action d'une valeur nominale d'un euro. Le conseil d'administration décide également de changer la dénomination sociale de la société en Dufenco Salvage Investments Holding (DSIH). Le 7 décembre, le FSIH et Dufenco disposent donc d'une nouvelle filiale commune, DSIH, prête à accueillir les actifs de Carsid Développement.
- (45) Les 11 et 14 décembre 2006, le FSIH et Dufenco Développement augmentent chacun le capital de DSIH de [65-72] millions d'EUR, correspondant à une participation de 50 %, en espèces. Ces fonds servent au rachat de la totalité des actions de Carsid Développement, qui a lieu le 14 décembre 2006 pour un montant de [...] millions d'EUR. Carsid Développement est rebaptisée Dufenco Diversification.
- (46) Dufenco Diversification détient alors 100 % des trois sociétés suivantes: Dufenco Environnement, Dufenco Immobilière et Marcinelle Énergie. Dufenco Environnement héberge notamment un projet d'assainissement de terrains situés à [...] et appartenant à Dufenco Développement (le projet dit [...]). Dufenco Immobilière regroupe un ensemble d'actifs immobiliers anciennement détenus par Carsid. Enfin, Marcinelle Énergie a pour objet en 2006 de mener à bien la construction d'une centrale CCGT (centrale à turbine à gaz à cycle combiné, ou turbine gaz-vapeur) à Charleroi.

Graphe n° 1

#### Les sociétés impliquées dans la mesure 3



- (47) En 2008, 80 % du projet Marcinelle sont vendus à l'électricien italien ENEL pour [30-37] millions d'EUR.
- (48) Le 26 mars 2010, Duferco Développement a souscrit une action additionnelle de DSIH ce qui, avec 67 001 actions (contre 67 000 actions détenues par FSIH), lui assure une majorité de contrôle au sein de DSIH.
- (49) En juin 2011, à la suite de la fin du partenariat entre Duferco et NLMK, Duferco et le FSIH décident de regrouper tous leurs actifs wallons, sidérurgiques et de diversification, en une filiale nouvelle et unique: DLP. Les actifs sidérurgiques issus du démantèlement de SIF sont rattachés à DLP au travers d'une filiale baptisée Duferco La Louvière Produits Longs (DLLPL, voir mesure 6). S'agissant des activités de diversification, une série d'opérations en été 2011 aboutit également à leur intégration dans DLP:
- [...].
- à l'issue de ces opérations, tous les actifs belges de Duferco (y compris les anciens actifs de DSIH) sont donc regroupés dans DLP, au travers de sa filiale Duferco Belgium.

#### 2.2.5. MESURES 4 ET 5: LES PRÊTS À [LA SOCIÉTÉ QUI ÉTAIT À LA TÊTE DU GROUPE DUFERCO À CE MOMENT-LÀ] ET À SIF DE 2009

- (50) En 2009, le FSIH a accordé un prêt d'un montant total de 100 millions d'EUR à [...], la société de tête du groupe Duferco, pour une durée de six ans. À l'époque du prêt, cette société était enregistrée à [...]. Aujourd'hui, elle est devenue la société [...], société de droit [...].
- (51) Tout d'abord, aux termes d'une convention signée le 4 septembre 2009, le FSIH a accordé un prêt d'un montant de [30-40] millions d'EUR. Le taux applicable au prêt a été fixé au taux Euribor 12 mois (1,302 %) plus 75 points de base, soit 2,052 % au moment de la conclusion de la convention. Selon les informations présentées par la Belgique le 4 juin 2013, le taux effectivement retenu s'est élevé à 2,04 %. Le principal était remboursable in fine, au 31 décembre 2015 ou plus tôt en cas de changement de contrôle de SIF. Les intérêts du prêt étaient capitalisables annuellement et payables à terme échu sur le solde restant dû, à compter de la sixième année ou plus tôt en cas de changement de contrôle de SIF.
- (52) Les clauses de remboursement en cas de changement de capital de SIF, contenues dans l'article 1.1 de la convention de prêt, ont été introduites pour prendre en compte les clauses d'option d'achat mutuelles, négociées par Duferco et NLMK au sujet de SIF dans une convention le 1<sup>er</sup> février 2008. La convention de 2008 prévoyait en effet qu'une telle option pouvait être exercée à tout moment à partir de décembre 2010, à un prix de [...] millions USD. En vertu de l'article 6.1 de la convention de prêt entre le FSIH et [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là], en cas de changement de contrôle de SIF, l'emprunteur était tenu d'allouer prioritairement les sommes perçues à cette occasion au remboursement intégral du prêt octroyé par le FSIH.
- (53) Le prêt bénéficiait de deux types de garanties:
- l'obligation à charge [de la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] d'affecter au remboursement du prêt octroyé par le FSIH les fonds provenant de la vente à NLMK de la participation de Duferco dans SIF à la suite de l'exercice de l'option d'achat prévue dans la convention du 1<sup>er</sup> février 2008, et
- un gage sur [...] actions ordinaires de la société DPH.
- (54) En décembre 2009, un avenant a été ajouté à la convention de prêt du 4 septembre 2009. Un nouveau prêt de [60-70] millions d'EUR a été octroyé par le FSIH à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là]. Le taux applicable au prêt a été fixé également au taux Euribor 12 mois (1,302 %) plus 75 points de base, soit 2,052 %, au moment de la conclusion de la convention. Selon les informations présentées par la Belgique le 4 juin 2013, le taux effectivement retenu a été de 1,99 % lors de la libération du prêt. Les mêmes conditions que celles de la convention du 4 septembre s'appliquent, s'agissant du remboursement du prêt (capital et intérêt). S'agissant des garanties, [...] actions supplémentaires de DPH ont été gagées.
- (55) D'après le rapport annuel de Duferco pour 2009, la valeur totale de la garantie des deux prêts correspondait à approximativement [...] millions USD. Selon la Belgique, la valeur de cette garantie correspondait à ce montant, si l'on se base uniquement sur l'actif net au moment de l'octroi du prêt.

- (56) Le prêt a été remboursé de façon anticipée en juillet 2011 en raison de la reprise de l'intégralité de SIF par NLMK.
- (57) À la même époque, aux termes de deux conventions signées le 29 septembre et le 22 décembre 2009, le FSIH a accordé un prêt de 75 millions d'EUR à SIF. Ce prêt a été libéré en deux tranches, de 20 millions d'EUR en septembre 2009 et de 55 millions d'EUR en décembre 2009. Le taux applicable au prêt a été fixé au taux Euribor 12 mois (1,302 %) plus 75 points de base, soit 2,052 %, au moment de la conclusion de la convention. Selon les informations présentées par la Belgique le 4 juin 2013, le taux effectivement retenu était de 1,99 % lors de la libération des deux tranches.
- (58) Le capital était remboursable [...]. Les intérêts étaient [...]. Par ailleurs, selon l'article 5 de la convention de prêt, [...].
- (59) Le 29 juin 2011, les parties ont convenu que compte tenu de la situation négative mondiale du secteur sidérurgique et du changement de contrôle de SIF, SIF devait rembourser le prêt de façon anticipée en trois versements étalés sur les années 2011, 2012 et 2013. Le 30 juin 2011, SIF a remboursé une partie du capital, soit [15-25] millions d'EUR, ainsi que les intérêts échus à cette date, soit [1-2] EUR. L'ultime avenant, du 30 septembre 2013, prévoit le remboursement anticipé du solde restant dû, soit [55-65] millions d'EUR en principal et [1-2] million d'EUR en intérêts. Dans sa réponse à la décision d'ouverture, la Belgique a informé la Commission que la créance de SIF à l'égard du FSIH a été entièrement remboursée.

#### 2.2.6. MESURE 6: AUGMENTATION DE CAPITAL DE 100 MILLIONS D'EUR DANS DLP

- (60) Lors de l'été 2011, le FSIH a injecté un montant total de 100 millions d'EUR dans DLP, le véhicule d'investissement de droit luxembourgeois créé pour accueillir les investissements parallèles du FSIH et de Duferco en Belgique. Cet investissement s'est fait en deux temps.
- (61) Le 29 juin 2011 d'abord, le FSIH a accordé un prêt convertible de 30 millions d'EUR à DLP, à un taux Euribor 12 mois plus 200 points de base (soit  $2,137 + 2 \% = 4,137 \%$ ). Ce prêt avait été conclu pour dix ans. Le prêt n'était assorti d'aucune garantie, compte tenu de l'objectif des parties de le convertir en capital. La conversion du prêt en capital a effectivement eu lieu le 23 septembre 2011.
- (62) Le 7 juillet 2011, Duferco au travers de sa filiale DII a participé à une augmentation de capital de 101 millions d'EUR dans DLP, pour 50,26 % du capital social de DLP
- (63) Le 14 juillet 2011, le FSIH a octroyé 70 millions d'EUR à DLP par le biais d'une augmentation de capital.
- (64) À la suite de son investissement, le FSIH détenait 49,74 % du capital social de DLP.
- (65) L'augmentation de capital de 201 millions d'EUR (100 millions d'EUR injectés par le FSIH et 101 millions d'EUR injectés par Duferco) a été souscrite en vue:
- d'acheter les actions de DLLPL et les actions d'une autre filiale belge de Duferco, Duferco Trebos, pour respectivement [80-100] et [5-15] millions d'EUR. Ces opérations correspondaient à la volonté de Duferco et du FSIH, déjà décrite pour la mesure 3, de regrouper tous les actifs wallons de Duferco au sein de DLP à la suite de la fin du partenariat entre Duferco et NLMK;
  - d'acheter les stocks de Duferco La Louvière Sales <sup>(10)</sup> pour [50-70] millions d'EUR;
  - d'investir [30-40] millions d'EUR dans DLLPL, devenue Duferco Belgium, pour la production d'une nouvelle coulée continue.
- (66) En décembre 2012, il est décidé de scinder à nouveau les activités sidérurgiques (pour la plupart éteintes) et non-sidérurgiques de Duferco en Wallonie. Duferco Belgium conserve les activités sidérurgiques, tandis qu'une nouvelle filiale de DLP accueille les activités de diversification: Duferco Wallonie. À l'issue de ces réorganisations, l'organigramme du groupe se présente comme suit:

#### Graphe n° 2

#### Les sociétés impliquées dans la mesure 6

[...]

<sup>(10)</sup> Duferco La Louvière Sales est une société contrôlée par SIF.

### 3. RÉSUMÉ DES DOUTES SOULEVÉS DANS LA DÉCISION D'OUVERTURE

#### 3.1. PRÉSENCE D'AIDE

##### 3.1.1. MESURE 1

- (67) La Commission rappelle que ses doutes ne concernaient pas les conditions dans lesquelles le FSIH avait acquis sa participation dans Duferco US. En revanche, la Commission doutait que les conditions dans lesquelles le FSIH avait permis la terminaison de sa participation dans Duferco US fussent conformes au principe de l'investisseur privé en économie de marché. Pour fonder ses doutes, elle mobilisait divers arguments.
- (68) D'abord, le prix de vente en euros était le même en 2006 que le prix d'acquisition en 2003, ce qui préjuge d'une rentabilité médiocre sur la période de détention. La Commission s'en étonnait, compte tenu des résultats positifs engrangés par Duferco US entre 2003 et 2006, et de l'augmentation conséquente des fonds propres de cette dernière. À cet égard, la Commission contestait l'opinion de la Belgique, selon laquelle le rendement de la participation devait être évalué en dollars des États-Unis (monnaie fonctionnelle de Duferco US) et non en euros (monnaie fonctionnelle du FSIH).
- (69) Ensuite, la Commission s'étonnait de l'absence d'exercice de valorisation antérieur à la fixation du prix d'exercice de l'option.
- (70) La Commission questionnait également les mobiles de désengagement du FSIH, et notamment sa perception d'un retournement de conjoncture pour les années à venir. À cet égard, la Commission doutait qu'un investisseur privé eût consenti à une durée d'option si longue (presque 10 ans), alors même qu'il prétendait anticiper un retournement prochain de la conjoncture. Elle notait en outre que les accords de 2005 et 2006, passés avec Duferco et [...] respectivement, diminuaient l'exposition de Duferco US aux fluctuations du marché et, partant, contribuaient à accroître son attractivité.
- (71) Enfin, la Commission s'étonnait que l'option d'achat eût été octroyée gratuitement alors qu'elle possédait une valeur économique certaine pour le groupe Duferco, qui pouvait l'exercer à sa meilleure convenance.

##### 3.1.2. MESURE 2

- (72) La Commission doutait que les conditions dans lesquelles le FSIH avait mis fin à sa participation dans DPH fussent conformes au principe de l'investisseur privé en économie de marché.
- (73) Outre la contestation par la Commission de l'utilisation du dollar des États-Unis pour estimer la rentabilité de l'investissement dans DPH, celle-ci doutait surtout du bien-fondé de la méthode de fixation du prix de cession. En particulier, elle s'étonnait de l'écart entre le prix retenu par les parties, et l'évaluation indépendante réalisée par Ernst & Young en 2006.
- (74) Lors de la phase d'enquête préliminaire, la Belgique avait en effet justifié cet écart par la prise en compte de cinq décotes. La Commission contestait que ces décotes fussent réellement intervenues dans la négociation entre [la société qui à cette époque contrôlait DPH] et le FSIH et, au-delà de ce questionnement formel, elle s'interrogeait sur leur bien-fondé économique.
- (75) Enfin, la Commission s'interrogeait sur les mobiles de désengagement du FSIH.
- (76) En conclusion, la Commission avançait l'idée que loin d'agir comme un investisseur privé, le FSIH avait uniquement cherché à retrouver sa mise initiale de 80 millions d'EUR, seulement augmentée du dividende de 4 millions d'EUR dû pour l'année 2005 mais qui ne lui avait pas encore été distribué.

##### 3.1.3. MESURE 3

- (77) La Commission doutait que les conditions dans lesquelles le FSIH avait investi au sein de DSIH fussent conformes au principe de l'investisseur privé en économie de marché.
- (78) En réponse à l'affirmation de la Belgique quant au caractère *pari passu* de l'opération, la Commission faisait remarquer qu'au moment de l'investissement le DSIH était déjà dans la sphère de contrôle de Duferco, et que les actifs apportés à cette nouvelle filiale étaient eux-aussi déjà détenus par Duferco (à 50 %, au travers de SIF). Dans ces conditions, seul le nouvel actionnaire (public) assumait des risques nouveaux, et l'opération ne pouvait être qualifiée de *pari passu*.

- (79) S'agissant de la valorisation de Duferco Diversification et de ses filiales:
- la Commission s'étonnait qu'on pût vouloir donner un prix de [...] millions d'EUR à un projet aussi peu avancé que le projet [...],
  - la Commission exprimait ses doutes quant à la valorisation du projet Marcinelle, compte tenu des hypothèses qui la sous-tendaient.
- (80) Enfin, la Commission s'interrogeait sur les conséquences pour le FSIH de la revente de Duferco Diversification à DLP en 2011, DLP n'étant détenue qu'à 49,7 % par le FSIH alors que ce dernier détenait toutes les actions moins une dans DSIH.

#### 3.1.4. MESURE 4 ET 5

- (81) La Commission doutait de l'affirmation de la Belgique, selon laquelle le taux retenu pour les deux prêts ne contenait aucun élément d'aide puisqu'il était largement supérieur au taux d'intérêt variable moyen appliqué par les banques à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] et au groupe SIF, soit 1,31 % et 1,92 % respectivement.
- (82) Au sujet du prêt consenti à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là], les informations transmises à l'époque par la Belgique ne permettaient pas de trouver de prêts privés aux caractéristiques similaires.
- (83) Au sujet du prêt consenti à SIF, la Commission doutait qu'on pût assimiler l'entreprise à une notation AAA, et elle s'étonnait de l'absence de sûretés pour ce prêt.
- (84) Par conséquent, la Commission ne se déclarait pas en mesure d'exclure définitivement la possibilité que les prêts accordés à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] et SIF eussent comporté des éléments d'aide d'État.

#### 3.1.5. MESURE 6

- (85) La Commission émettait des doutes sur la conformité de l'augmentation de capital de 100 millions d'EUR dans DLP, avec le principe de l'investisseur privé en économie de marché.
- (86) La Commission notait que l'investissement ne pouvait a priori être tenu pour *pari passu*, puisqu'il se faisait pour Duferco dans une société déjà détenue par le groupe. Dans ces conditions, l'actionnaire public et l'actionnaire privés n'assumaient pas les mêmes risques, ce dernier ne pouvant être qualifié d'indépendant au regard de l'investissement en question.
- (87) S'agissant du prix des actifs amenés à être acquis par DLP, la Commission doutait notamment de la méthode retenue pour valoriser DLLPL, Duferco Trebos et les stocks rachetés à Duferco La Louvière Sales.

### 3.2. COMPATIBILITÉ

- (88) La Commission relevait qu'aucun texte d'encadrement ou lignes directrices de la Commission relatifs aux critères de compatibilité en matière d'aides d'État ne semblait pouvoir s'appliquer aux mesures sous examen. Au regard de la possibilité d'aides régionales en particulier, les textes pertinents prévoient que de telles aides dans le secteur de la sidérurgie n'étaient pas compatibles avec le marché intérieur.

## 4. OBSERVATIONS DE LA BELGIQUE

### 4.1. MESURE 1

- (89) Concernant le principe de l'investisseur privé en économie de marché, la Belgique considère qu'eu égard au contexte particulier dans lequel la vente des actions de Duferco US a été conclue, il ne saurait être considéré que cette transaction n'a pas été réalisée au prix du marché.
- (90) La Belgique note en premier lieu que la monnaie fonctionnelle de Duferco US, entreprise établie aux États-Unis, est le dollar des États-Unis conformément à la norme comptable internationale IAS 21.9. Par conséquent, elle estime que l'investissement du FSIH et le calcul de son rendement doivent être analysés en dollars des États-Unis et non en euros après conversion. Elle ajoute que le FSIH a assumé le risque de ne pas se prémunir contre les risques du cours de change dans la mesure où une couverture était très difficile à obtenir, compte tenu de la nature de l'opération et en particulier en raison de l'incertitude quant à la date de sortie de l'investissement. La Belgique confirme ainsi que le rendement de l'investissement, sur la base des montants en dollars des États-Unis, a été de 6,81 % par an.

- (91) Ensuite, la Belgique conteste que la valeur des fonds propres doit être prise en compte dans la valorisation de Duferco US. Elle argumente que, premièrement, une croissance des fonds propres, si elle a bien entendu un impact sur la valeur comptable d'une société, n'entraîne pas nécessairement une augmentation de sa valeur de marché. Deuxièmement, elle souligne la forte volatilité des bénéfices de la société au cours des années considérées par la Commission. À ce sujet, la Belgique s'oppose à l'affirmation de la Commission, selon laquelle la période 2003-2006 aurait été «dans l'ensemble une période bénéficiaire» pour Duferco US et Farrell.
- (92) Plutôt qu'une évaluation basée sur les fonds propres, la Belgique soutient qu'il convient de retenir une méthodologie de valorisation basée sur un multiple de l'EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement). Elle conteste la valeur du multiple utilisée par la Commission en se fondant sur la base de données indépendante S&P Capital IQ. Elle argumente que le multiple moyen d'entreprises similaires à Duferco US (entre [...] et [...]) est inférieur à celui de la Commission ([...]). Il s'ensuit une valorisation moindre des 49,9 % de Duferco US. Le prix de cession convenu par les parties ([...] millions USD) serait, selon la Belgique, significativement supérieur à la valorisation de la participation cédée ([...] millions USD si le multiple retenu est [...] et [...] millions USD si le multiple est de [...]).
- (93) Pour affiner son exercice de valorisation, la Belgique revient ensuite sur l'influence des contrats d'approvisionnement passés par Farrell, Duferco et [...] en septembre 2005 et janvier 2006. Elle avance que la stabilisation de l'EBITDA de Farrell découlant de ces contrats, ayant pour conséquence une réduction du couple risque/rendement de l'investissement, justifiait un prix de cession pour la participation du FSIH dans Duferco US entre [...] millions USD et [...] millions USD. Elle souligne que le prix de cession finalement convenu ([...] millions USD) est sensiblement supérieur à ces valorisations.
- (94) Enfin, s'agissant du désengagement du FSIH, la Belgique avance divers motifs: i) la passation de l'accord de fourniture de brames avec [...] qui, tout en stabilisant les résultats, risquait néanmoins de limiter les gains potentiels de Duferco US; ii) les négociations en cours pour la cession de 50 % de SIF à NLMK, qui envisageaient l'intégration de Duferco US dans le périmètre du partenariat avec le groupe russe; iii) le sentiment qu'aurait eu le FSIH, d'un retournement prochain de la conjoncture de l'acier; iv) l'existence de liquidités abondantes au sein du groupe Duferco, ce qui créait une fenêtre d'opportunité pour que le FSIH cède ses parts dans Duferco US.
- (95) Quant au prix et à l'échéance de l'option d'achat, la Belgique prétend que le prix de l'option était intégré dans le prix d'exercice négocié, et que la durée de presque dix ans était justifiée par les incertitudes pesant sur la date de réalisation de l'opération envisagée entre Duferco et NLMK.

#### 4.2. MESURE 2

- (96) En réponse au premier doute de la Commission, la Belgique insiste sur la nécessité d'évaluer l'investissement dans DPH en USD et non pas en euros, l'USD étant la monnaie fonctionnelle de DPH. L'utilisation de l'USD comme monnaie de référence permettrait de dégager un rendement annuel de 8,81 % pour la participation dans DPH.
- (97) S'agissant des autres doutes de la Commission, la Belgique justifie l'écart entre le prix de vente et la fourchette du rapport Ernst & Young 2006 par la prise en compte de cinq décotes.

##### 4.2.1. DÉCOTE N° 1 — VALORISATION DE LA DIVISION TRADING DE DPH

- (98) DPH est la maison mère de deux grandes divisions: la division Trading (négoce) et la division Industry (production). Le 29 septembre 2003, soit quelques mois après l'entrée du FSIH dans son capital, DPH a vendu 50 % des parts de sa division Trading (Duferco International Trading Holding — [...]) à [...]. Cette vente s'est faite sur la base de la valeur comptable de la division Trading, en ce sens que le prix de vente a été calculé en prenant en compte la moitié des fonds propres de Duferco International Trading Holding, soit 40,83 millions USD ou 36,01 millions d'EUR selon la moyenne annuelle du cours de change USD-EUR en 2003.
- (99) Selon la Belgique, ce prix constitue un prix de marché. Il devait donc être pris en compte lorsque, environ trois années après, l'on a évalué l'entière du groupe. Selon la Belgique, le rapport Ernst & Young 2006 aurait dû prendre en compte la valeur comptable de la division Trading et non, comme il l'a fait, appliquer sa méthode d'évaluation — soit la méthode dite du ratio *price/earnings* — pour l'ensemble du groupe. A contrario, la Belgique n'émet pas d'objection à ce que la division Industry reste, quant à elle, évaluée selon la méthode dite du ratio *price/earnings*.

- (100) La valorisation de la division Trading à sa valeur comptable revient à appliquer une décote entre 20 et 31 millions USD sur l'évaluation du rapport Ernst & Young 2006.
- (101) La Belgique souligne enfin que, quand bien même l'on souhaiterait appliquer la méthode du ratio *price/earnings* à l'intégralité du groupe, le ratio retenu par le rapport Ernst & Young 2006 ne reflèterait pas le profil de risque de DPH. En effet, le choix d'une telle méthode ne dispense pas d'évaluer séparément la branche Trading et la branche Industry, un ratio différent devant être appliqué à chacune d'entre elles. Le rapport Ernst & Young 2006 aurait péché en appliquant à l'intégralité du groupe (y compris la branche Trading) un ratio dérivé d'entreprises comparables actives uniquement dans l'industrie. Or, le négoce est selon la Belgique une activité plus risquée que la production. Dès lors, il conviendrait d'appliquer à ce type d'activités un ratio *price/earnings* plus faible, reflet de la moindre appétence des investisseurs pour ce profil de risque (la Belgique a fourni des données tirées de S&P Capital IQ pour étayer ce constat). En ne procédant pas de la sorte, Ernst & Young 2006 a surévalué DPH.

#### 4.2.2. DÉCOTE N° 2 — CYCLICITÉ DU MARCHÉ DE L'ACIER

- (102) La Belgique soutient que la période retenue par Ernst & Young pour estimer le bénéfice et le ratio *price/earnings* à appliquer dans l'exercice de valorisation de Duferco US, ne reflète pas adéquatement la cyclicité du secteur sidérurgique. Cette période ne couvrant que les quatre années de 2003 à 2006, elle comporterait en effet trois bonnes années (2004, 2005 et 2006) et seulement une mauvaise année (2003). Les parties auraient donc ajouté les années 2001 et 2002 dans leur analyse, et défini des pondérations différentes de celles d'Ernst & Young pour chaque année.
- (103) Les valeurs et pondérations retenues par les parties aboutissent à une valorisation de [...] millions USD pour DPH (contre [...] millions USD dans le cas de référence d'Ernst & Young). Cet écart significatif de valorisation, auquel il faudrait en outre ajouter l'effet des autres décotes et réajustements, donnerait la preuve de la surévaluation de DPH par Ernst & Young en 2006.

#### 4.2.3. DÉCOTE N° 3 — NON-LIQUIDITÉ DES PARTS

- (104) Selon la Belgique, il conviendrait d'appliquer une décote reflétant la non-liquidité des parts de DPH détenues par le FSIH. Les facteurs communément pris en compte pour évaluer la liquidité des actions d'une société seraient les suivants:
- option de vente: l'actionnaire dispose-t-il d'une option lui permettant de vendre ses actions à un prix convenu préalablement? Une telle option, absente en l'espèce, aurait eu pour conséquence d'accroître la liquidité des actions,
  - clauses réduisant l'attractivité de la participation: le FSIH et [la société qui à cette époque contrôlait DPH] disposaient toutes deux d'un droit de préemption (*first refusal right*), en cas de projet de vente de parts à un tiers. Ce type de clause réduit sensiblement l'intérêt, pour une partie tierce, d'engager avec un des actionnaires existants une négociation longue et coûteuse pour l'acquisition de parts. En effet, l'offre résultant de cette négociation peut être préemptée par l'autre actionnaire existant,
  - montant des dividendes: pour l'avenir, le FSIH ne pouvait espérer se voir octroyer que des dividendes relativement modestes, représentant un rendement annuel de 4,8 % (dividende de 4 millions d'EUR par an). Or, un niveau modeste de dividendes nuit à la liquidité d'une action,
  - facteurs de risques affectant les investisseurs: il ressort de la grande cyclicité du secteur sidérurgique, et de la volatilité des profits de DPH, que cette dernière opérait dans un environnement très risqué. Un tel niveau de risque influence négativement la liquidité d'une participation,
  - perspectives de croissance: en 2006, il était considéré que le marché était au sommet du cycle et les perspectives de croissance pour les années à venir étaient donc limitées. À nouveau, un tel facteur accentue la non-liquidité des actions,
  - ampleur de la participation: plus la participation est importante, plus les acquéreurs potentiels sont limités en nombre. Cela est d'autant plus avéré lorsque, comme en l'espèce, la participation est importante mais demeure minoritaire,
  - taille et solidité financière de l'entreprise: disposant de fonds propres d'une valeur de [...] millions d'EUR, comme cela ressort du rapport Ernst & Young 2006, DPH pouvait être considérée comme une entreprise de taille petite à moyenne. Les actions d'une PME, a fortiori non cotée, sont moins aisément cessibles que celles d'une grande société.

- (105) Au vu de ces facteurs, et compte tenu de «l'absence d'intérêt pour cette participation émanant d'autres acteurs», les parties auraient convenu d'appliquer une décote de non-liquidité de 40 %, contre les 30 % préconisés par Ernst & Young.
- (106) La Belgique considère qu'elle n'a pas à justifier plus longuement les décotes supplémentaires car ces décotes se situent dans les fourchettes habituellement appliquées et la décote retenue de 40 % est le résultat d'une négociation entre les parties.

#### 4.2.4. DÉCOTE N° 4 — RÉSERVE RELATIVE AUX DIVIDENDES PRÉFÉRENTIELS DU FSIH

- (107) Le FSIH avait négocié le droit à un dividende préférentiel de 4 millions d'EUR par an, pour les exercices courant de 2005 à 2012. Ernst & Young a pris en compte ce droit dans son exercice de valorisation de 2006, considérant que le FSIH pouvait espérer recevoir 4 millions USD <sup>(1)</sup> par an pendant les sept ans qui le séparaient de 2012 (soit une somme actualisée de 26,3 millions USD).
- (108) Ernst & Young n'a pas ajouté cette somme actualisée comme telle à son évaluation. Le consultant lui a appliqué une décote de 6,2 %, estimant que le risque de non-versement de ce dividende préférentiel était comparable au risque de défaut d'une obligation notée BBB. Le rapport Ernst & Young 2006 a donc ajouté 22,2 millions USD à la valeur obtenue pour 25 % des parts de DPH.
- (109) Selon la Belgique, les parties ont estimé à l'époque que cette décote de 6,2 % n'était pas suffisante pour refléter le risque de non-versement du dividende préférentiel.
- (110) Pour le justifier, la Belgique avance deux arguments principaux. Le premier tient à la volatilité des résultats de DPH: en cas de bénéfice ou de trésorerie insuffisants, DPH aurait dû renoncer au versement du dividende. La Belgique souligne à cet égard que le versement du dividende préférentiel était à la discrétion de la société. Le deuxième argument tient à l'organisation du groupe Duferco: la société débitrice des dividendes étant une société holding (DPH), les bénéfices à son niveau ne constituaient que la consolidation des bénéfices générés par ses filiales. Or, pour diverses raisons (notamment: réglementation fiscale, engagements financiers, engagements contractuels), la remontée des bénéfices depuis les filiales jusqu'à la société holding n'était pas toujours aisée, voire possible.
- (111) L'ensemble de ces facteurs était source d'incertitude réelle quant au versement futur du dividende préférentiel de DPH. Selon la Belgique, la décote appliquée devait ainsi être nécessairement plus élevée que celle qui aurait été appliquée pour des rendements futurs d'obligations notées BBB. Les parties se seraient entendues sur le chiffre de 14 % — soit une décote de 4 millions USD par rapport à l'évaluation d'Ernst & Young.

#### 4.2.5. DÉCOTE N° 5 — PRIME DE CONTRÔLE

- (112) La décote n° 5 est en réalité le choix de ne pas appliquer une surcote proposée par le rapport Ernst & Young 2006. En effet, dans ce rapport, le consultant observe que le FSIH possède en vertu de la convention d'actionnaires des droits particuliers lui permettant de peser sur certaines décisions stratégiques du groupe. Le rapport Ernst & Young 2006 estime alors que l'on doit ajouter une prime de contrôle, comprise entre 0 % et 10 % de la valeur de la participation.
- (113) Selon la Belgique, les parties ont choisi de ne pas retenir une telle prime de contrôle car les droits particuliers dont il s'agissait n'auraient eu en réalité aucune valeur marchande dans le cadre d'une cession à un tiers ou encore à [la société qui à cette époque contrôlait DPH]. En effet, selon la Belgique, dans l'hypothèse d'une cession à un actionnaire tiers, [la société qui à cette époque contrôlait DPH] pouvait s'opposer à la cession des droits inscrits dans la convention d'actionnaires de DPH. Par conséquent, [la société qui à cette époque contrôlait DPH] n'avait pas à payer une certaine somme pour récupérer les pleins pouvoirs.
- (114) La Belgique note qu'il avait été convenu par les parties que les droits particuliers attachés aux parts du FSIH en vertu du pacte d'actionnaires s'éteindraient en cas de cession par l'une d'elles de sa participation à un tiers. S'il n'est pas contestable que les droits particuliers prévus dans le pacte d'actionnaires conféraient au FSIH le pouvoir, à tout le moins, d'influencer la gestion de DPH et que, à ce titre, ces droits avaient nécessairement une certaine valeur au moment de l'acquisition par le FSIH de sa participation dans DPH, il n'en demeure pas moins que le FSIH ne pouvait librement transférer à un tiers les droits particuliers qu'il détenait. Partant, ces droits n'avaient aucune valeur marchande.

<sup>(1)</sup> Il faut noter qu'Ernst & Young a fait l'erreur de remplacer des euros par des dollars.

## 4.2.6. AUTRES ÉLÉMENTS DE CONTEXTE

- (115) La Belgique fait valoir deux autres éléments qui n'ont pas mené à l'application d'une décote, mais qu'elle a voulu mentionner afin que la Commission perçoive les différents éléments de négociation qui furent discutés entre les parties afin de fixer le prix final.
- (116) Le premier élément de contexte est relatif à l'accord de 2005 entre DPH et Farrell, qui prévoit le transfert de certains bénéfices vers Farrell. En raison de cet accord, le rapport Ernst & Young 2006 applique une décote de 5,5 millions USD sur le bénéfice rapporté (*reported earning*) de chaque année prise en considération. Les parties n'ont pas augmenté cette décote.
- (117) Le deuxième élément de contexte est relatif à un accord d'approvisionnement avec la société [...]. Cet accord prévoyait l'achat d'une quantité substantielle de produits semi-finis (brames) à un prix correspondant au coût de production. Pour DPH, cet accord constituait tant un risque de perte qu'une possibilité de gain en fonction des prix mondiaux de l'acier. Cet accord prévoyait des obligations d'apport de capital et des pénalités importantes en cas de retrait et constituait donc un risque de charge potentielle pour DPH. Le rapport Ernst & Young 2006 n'a pas chiffré ce risque et, selon les informations transmises à la Commission par la Belgique, les parties ne l'ont pas fait non plus.
- (118) Enfin, la Belgique tient à rappeler les mobiles de désengagement du FSIH: cyclicité du secteur, entrée et influence de nouveaux investisseurs privés dans le groupe Dufenco ([...] et NLMK), disponibilité de liquidités au sein du groupe Dufenco. Elle souligne à cet égard que l'entreprise conjointe avec NLMK était une marque de la volonté de Dufenco de sortir progressivement de la production sidérurgique industrielle, en vue de se tourner vers de nouvelles activités telles que la réhabilitation de sites et le développement de projets énergétiques. Le FSIH aurait suivi cette tendance en se retirant de DPH et en investissant dans les nouveaux projets de diversification du groupe (voir mesure 3).

## 4.3. MESURE 3

- (119) La Belgique justifie le prix de [...] millions d'EUR par la somme de divers éléments.

## 4.3.1. DES CRÉANCES COMMERCIALES

- (120) Carsid Développement, devenue Dufenco Diversification, a hérité de [30-37] millions d'EUR de créances commerciales envers une autre société du groupe (Dufenco La Louvière Sales).

## 4.3.2. LA PLUS-VALUE ATTENDUE DU PROJET [...]

- (121) Depuis [...] 2002, le groupe Dufenco s'était attaché à développer un vaste projet de réaménagement du site. Bien que les terrains soient dans les mains de Dufenco Développement, c'est la filiale Carsid Développement (devenue Dufenco Diversification) qui est chargée de développer ce projet.
- (122) La Belgique précise qu'au jour de la décision du FSIH d'approuver l'entrée dans le capital de DSIH, soit le 5 décembre 2006, il était déjà acquis que Dufenco Développement, qui ne disposait d'aucune ressource humaine, aurait recours à Dufenco Diversification pour procéder aux travaux de préparation et d'assainissement du site de [...]. S'agissant de la rémunération de Dufenco Diversification pour les prestations fournies dans le cadre de ce projet, il avait déjà été convenu que Dufenco Diversification bénéficierait de la moitié du bénéfice escompté sur le prix de vente des terrains appartenant à Dufenco Développement, l'autre moitié revenant à cette dernière.
- (123) La Belgique concède qu'eu égard à la complexité du projet immobilier et à son ambition, la conclusion formelle d'un contrat a tardé entre Dufenco Diversification et Dufenco Développement. Certains aspects devaient en effet encore être déterminés en fonction des conclusions du syndicat d'études qui a été constitué par arrêté ministériel du 18 janvier 2007, soit un mois après l'entrée du FSIH dans DSIH.
- (124) La rémunération de Dufenco Diversification dans le cadre du projet [...] a finalement été formalisée dans une convention conclue le 4 février 2009 entre Dufenco Développement, propriétaire des terrains, et Dufenco Diversification. La Belgique avance que conformément à ce qui avait été convenu dès l'origine, la convention conclue en 2009 prévoit que le bénéfice de la vente du terrain assaini sera partagé à parts égales entre Dufenco Développement et Dufenco Diversification. Cette convention de 2009 n'est ainsi que la formalisation d'un accord existant entre Dufenco Développement et Carsid Développement dès 2006. La prise en considération de ce projet dans le processus de valorisation de Carsid Développement se justifiait donc entièrement dans le chef de FSIH, lorsque celui-ci a investi dans DSIH.

- (125) En outre, la Belgique insiste sur le fait que dès 2006, le FSIH a fondé son investissement sur une valorisation du projet. Elle considère que le bénéfice escompté du projet [...] a prudemment été évalué en 2006 à hauteur de [...] millions d'EUR.
- (126) Ce montant correspondait à la différence entre le coût estimé d'assainissement du site [...] ([...] millions d'EUR selon un rapport d'expert de 2006) et la valeur des terrains détenus par Duferco Développement (estimée déjà, selon la Belgique, à [...] millions d'EUR — une valeur confirmée en janvier 2010 par le bureau d'expertise GALTIER).
- (127) La Belgique estime donc que le FSIH s'est comporté de manière conservatrice et prudente en demandant que les parties retiennent un bénéfice de [...] millions d'EUR qui, conformément à leurs accords, serait partagé à parts égales entre Duferco Développement et Duferco Diversification (soit [...] millions d'EUR à prendre en compte par DSIH).
- (128) Au terme de réorganisations internes à Duferco, le projet [...] a été transféré à la société Duferco Wallonie le 19 décembre 2012, pour une valeur de [...] millions d'EUR. Cette somme correspondrait à la plus-value espérée du projet, réévaluée en 2012 selon de nouvelles expertises.
- (129) La Belgique ne donne pas d'autres indications quant à la mise en application ou non du projet [...] à ce jour et quant à son succès ou son échec commercial.

#### 4.3.3. L'APPORT À UNE FILIALE DE DUFERCO DIVERSIFICATION DE BIENS IMMOBILIERS

- (130) Certains biens immobiliers de la société Duferco La Louvière ont été transférés à Duferco Immobilière, filiale de Duferco Diversification. Leur valeur, attestée par un consultant, est évaluée à un montant compris entre [14-21] et [15-22] millions d'EUR.

#### 4.3.4. LA VALEUR DU PROJET MARCINELLE ÉNERGIE

- (131) Marcinelle Énergie, une filiale de Duferco Diversification, a pour projet en 2006 de mener à bien la construction d'une centrale CCGT à Charleroi. Le FSIH s'est fondé sur une expertise réalisée par le cabinet de conseil Bain («Bain») en juillet 2006 pour valoriser ce projet.
- (132) Selon Bain, la valeur globale du projet pouvait être estimée à [...] millions d'EUR: i) [...] millions d'EUR de valeur actuelle nette pour la centrale à proprement parler et ii) [...] millions d'EUR en cas d'allocation à 100 % des quotas CO<sub>2</sub> au projet.
- (133) Une valorisation intermédiaire proposée par Bain se fondait sur i) une valeur actualisée nette de [...] millions d'EUR (basée sur l'hypothèse que Duferco ne s'allierait pas avec un électricien), et ii) une allocation de 50 % seulement des quotas CO<sub>2</sub> pour [...] millions d'EUR. La valorisation des quotas CO<sub>2</sub> a ensuite encore été réduite, considérant un risque d'abattement du prix d'échange des quotas. La valeur finalement acceptée par le FSIH pour les quotas CO<sub>2</sub> aurait été de [...] millions d'EUR.
- (134) Sur la base de cette expertise, le FSIH a légitimement pu considérer que l'investissement dans la construction d'une CCGT apporterait une valeur nette actualisée de [...] millions d'EUR ([...] millions d'EUR). Le rapport Bain laissait cependant entendre qu'une association avec un électricien expérimenté permettrait de dégager davantage de valeur, ce qui porterait la valeur nette actualisée du projet à [...] millions d'EUR.
- (135) Selon la Belgique, la valeur médiane globale du projet Marcinelle Énergie telle qu'estimée prudemment sur la base de l'expertise réalisée par Bain était donc de [...] millions d'EUR.
- (136) À la lumière de cette valorisation, le FSIH a entamé des négociations portant sur la valorisation du projet Marcinelle Énergie, en se fondant sur des contacts exploratoires menés alors par le groupe Duferco auprès de différents acteurs du secteur de l'énergie en vue de constituer un partenariat. Comme en attestent les échanges avec les principaux acteurs du secteur de l'énergie — parmi lesquels EDF, ELECTRABEL, SPE, NUON et ENEL —, le projet Marcinelle Énergie a suscité beaucoup d'intérêt et laissait pressentir d'importantes opportunités.
- (137) Néanmoins, des montants de l'ordre de [...] millions d'EUR seulement ayant été évoqués dans le cadre de ces contacts exploratoires pour l'acquisition de 80 % des parts du projet Marcinelle Énergie, le FSIH a sollicité et obtenu que la valeur médiane du projet de [...] millions d'EUR selon Bain, soit revue à la baisse en considération des montants évoqués dans le cadre de ces contacts informels.

- (138) En définitive, une valeur de [...] millions d'EUR a été retenue pour valoriser 80 % du projet. Pour le solde de 20 % du projet, le FSIH et Duferco ont convenu de le valoriser à concurrence de 20 % de la valeur médiane du projet telle qu'elle ressort de l'expertise de Bain, soit [...] millions d'EUR (20 % de [...] millions d'EUR). Une valeur totale de [...] millions d'EUR a donc été retenue pour le projet Marcinelle Énergie.
- (139) La Belgique soutient ainsi que, lorsqu'en décembre 2006, le FSIH a décidé d'entrer dans le capital de DSIH aux côtés de Duferco Développement, la valeur du projet de la centrale de Marcinelle Énergie avait fait l'objet de négociations qui ont mené à ce que les parties retiennent une valorisation du projet nettement inférieure à la valeur médiane de [...] millions d'EUR issue d rapport Bain: les partenaires ont finalement retenu un montant de [...] millions d'EUR. En procédant de la sorte, le FSIH serait parvenu à ce qu'une méthode de calcul très prudente soit retenue.
- (140) Il résulte de ce qui précède qu'en définitive, les parties auraient retenu une valorisation prudente, bien inférieure à la rentabilité maximale que le projet était susceptible de générer. Il serait dès lors fondamentalement inexact de reprocher au FSIH d'avoir prétendument investi «un montant équivalent au retour espéré du projet» (point 161 de la décision d'ouverture de la Commission).
- (141) La Belgique concède toutefois que selon le rapport Bain, la prise en compte de la valeur des quotas d'émission de CO<sub>2</sub> exigeait que la centrale soit très rapidement opérationnelle et en tout cas au cours de l'année 2009. Si le projet devait prendre du retard, il ne pourrait plus profiter de l'opportunité de recevoir les quotas d'émission de CO<sub>2</sub> disponibles.
- (142) Deux ans après ces discussions, en juin 2008, Duferco Diversification parvient à vendre 80 % du projet Marcinelle Énergie à l'électricien italien ENEL pour le prix de [30-37] millions d'EUR. Cette vente est accompagnée d'une option de vente selon laquelle Duferco Diversification pourrait revendre ses parts restantes ([...]) à ENEL un an après la mise en service de la centrale, au prix de [...] millions d'EUR augmenté du remboursement des pertes éventuelles résultant d'un accord de livraison à prix de revient (*off-take right*).
- (143) La conjoncture du marché de l'électricité s'est cependant brusquement retournée à partir de 2010 et la rentabilité des centrales CCGT aurait alors drastiquement chuté. Cela n'aurait pas empêché la centrale d'être mise en service le 31 mars 2012.
- (144) Par conséquent, début 2013, Duferco Diversification (devenue Duferco Belgium) a exercé son droit de sortie pour un montant de [...] millions d'EUR, augmenté de [...] millions d'EUR en remboursement des pertes enregistrées sur l'accord de livraison à prix de revient, de [...] millions d'EUR à titre de ristourne sur le prix du gaz et de [...] million d'EUR en «réévaluations et intérêts divers» (sans autres précisions).
- (145) En définitive, le projet Marcinelle Énergie aura donc été cédé pour un total de [70-78] millions d'EUR. Cependant, comme le précise la Belgique, il faut déduire de cette somme les investissements ([...] millions d'EUR) et les pertes (environ [...] millions d'EUR) réalisés entre 2006 et 2013: on obtient un bénéfice net non actualisé d'environ [40-46] millions d'EUR.
- (146) Ces résultats sont inférieurs aux perspectives qui avaient été ébauchées en 2006. La Belgique les justifie par le retournement complet du marché du gaz à partir de 2010, et note que le groupe ENEL a également perdu de l'argent dans ce projet.

#### 4.3.5. TOTAL DES QUATRE ÉLÉMENTS

- (147) Sur la base des quatre éléments mentionnés, le FSIH et le groupe Duferco auraient conclu en 2006 que la valeur de Duferco Diversification était comprise entre [...] millions d'EUR et [...] millions d'EUR. C'est finalement la valeur de [...] millions d'EUR qui sera retenue, dont la moitié sera apportée par le FSIH.
- (148) La Belgique fait valoir que cet investissement dans DSIH doit être considéré comme un investissement *pari passu* avec Duferco Développement. Le FSIH et Duferco Développement ayant apporté la même somme, ils auraient les mêmes intérêts et seraient soumis aux mêmes risques. La Belgique rappelle à cet égard que la société DSIH n'appartenait pas au groupe Duferco préalablement à l'investissement du FSIH, étant donné qu'elle avait été constituée le 29 novembre 2006 par un tiers (sous la dénomination «[...]»), avant d'être cédée au FSIH et à Duferco Développement comme véhicule ad hoc pour leurs investissements conjoints en décembre 2006. Pour ces différentes raisons, l'intervention du FSIH serait conforme au principe de l'investisseur privé en économie de marché.

- (149) Pour rappel, le 8 juillet 2011, DSIH a vendu sa participation dans Duferco Diversification à DLP pour le même montant, à savoir [...] millions d'EUR. Cette somme n'a cependant pas été payée par DLP, Duferco Diversification conservant dans son bilan une créance de [...] millions d'EUR à son égard.

#### 4.4. MESURES 4 ET 5

- (150) S'agissant du prêt à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là], la Belgique réfute tout élément d'aide. Elle rappelle que le taux d'intérêt variable moyen des prêts bancaires détenus par les différentes filiales de [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] en 2009 était de [1,1-1,55] %, soit un niveau inférieur au taux des prêts sous examen.
- (151) La Belgique soutient que ce point de comparaison est valable, car les prêts pris en compte pour le calculer seraient bien comparables avec celui octroyé par le FSIH. Elle s'oppose en cela à la Commission, qui considérerait ces prêts comme non pertinents pour une analyse comparative.
- (152) Selon la Belgique, la Commission aurait en effet tort de prendre en compte des critères tels que la maturité du prêt, le montant prêté ou à la nature du prêt, pour décider si des prêts privés sont comparables à ceux du FSIH. Cette démarche contreviendrait aux dispositions de la communication de la Commission relative à la révision de la méthode de calcul des taux de référence et d'actualisation (la «communication sur les taux de référence de 2008») <sup>(12)</sup>, qui précise explicitement que «la marge est largement indépendante de la maturité du prêt».
- (153) La Belgique illustre cette absence de corrélation entre maturité, montant, et nature d'une part, et marge d'autre part, par l'analyse des prêts consentis à Duferco par des banques commerciales. Les prêts des institutions bancaires portant sur les montants les plus élevés présentent des taux d'intérêt qui varient entre [0,9-1,35] % et [1,7-2,2] % et qui seraient souvent inférieurs aux taux des prêts portant sur de petits montants (jusqu'à [2,25-2,75] % pour un prêt de [...] million d'EUR ou même [2,3-2,75] % pour un prêt de [...] million d'EUR). Les taux des prêts aux fins de fonds de roulement (*working capital*) fluctuent entre [0,75-1,15] % et [2,75-3,25] % alors que les taux des prêts aux fins de dépenses d'investissement («*Capex*») fluctuent entre [1,5-2] % et [2,75-3,25] %.
- (154) D'après la Belgique, rien n'impose d'ailleurs, pour exclure tout élément d'aide dans l'octroi d'un prêt public, qu'il soit fait état de l'existence d'un prêt d'une banque privée en tous points identique. Il ne serait imposé ni par la réglementation de l'Union applicable aux aides d'État ni par la jurisprudence, que les prêts publics fussent être identiques à des prêts privés en termes de maturité, de montant et de nature pour exclure tout élément d'aide.
- (155) S'agissant de la notation de [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là], la Belgique déduit des taux pratiqués pour les différents prêts octroyés à Duferco par des institutions bancaires, que celui-ci pouvait prétendre à une notation AAA. Elle se fonde pour cela sur les taux que la communication sur les taux de référence de 2008 associait aux entreprises notées A à AAA pour un niveau de sûretés élevé, en 2009: 2,37 % en septembre 2009 et 2,05 % en décembre 2009.
- (156) La Belgique défend enfin que les sûretés associées au prêt du FSIH sont d'un niveau extrêmement élevé au regard de la communication sur les taux de référence de 2008. Il découlerait de la très grande solidité financière de DPH que le gage sur 15 % de ses actions est une sûreté excellente. En outre, le caractère quasi-certain de la créance de [...] millions d'EUR devant être prioritairement allouée au remboursement du prêt en cas de changement de contrôle de SIF, conférerait à cette sûreté une grande solidité.
- (157) S'agissant des prêts accordés au groupe SIF, la comparaison montrerait qu'il n'existe là encore qu'une corrélation tout au plus limitée entre les critères mis en avant par la Commission (maturité, montant et nature) et le taux de rémunération de ces prêts..
- (158) La comparaison établit également que la rémunération du prêt du FSIH est proche de la rémunération des différents prêts accordés par des établissements financiers privés à la société SIF. Avec un taux d'intérêt de 1,99 %, sa rémunération serait en effet légèrement supérieure au taux moyen des prêts au groupe SIF, qui s'élève à [1,65-2,15] %.
- (159) La prise en compte des seuls prêts à long terme contractés par SIF aboutirait à une fourchette encore inférieure à cette moyenne de [1,65-2,15] %, à savoir une fourchette entre [1-1,5] % et [1,65-2,15] %.

<sup>(12)</sup> JO C 14 du 19.1.2008, p. 2.

- (160) D'après la Belgique, l'absence de sûretés pour le prêt octroyé à SIF nécessite d'ajouter une marge de [20-60] points de base à cette fourchette. Cela se justifierait par la catégorie de notation «solide», selon les termes de la communication sur les taux de référence de 2008, à laquelle SIF pourrait prétendre. Cette majoration aboutit à une fourchette de [1,5-2] % à [...] %, dans laquelle se situe bien le prêt octroyé par le FSIH.
- (161) En l'absence de notation publique, la Belgique justifie la catégorie «solide» de SIF par le fait que les taux d'intérêt pratiqués par les établissements financiers privés correspondraient (ou seraient inférieurs) aux taux d'intérêt que la communication sur les taux de référence de 2008 établit pour les entreprises financièrement solides (notation AAA à A).

#### 4.5. MESURE 6

- (162) D'après la Belgique, l'investissement du FSIH dans DLP aurait été effectué *pari passu* avec celui de DII étant donné que i) les montants investis par le partenaire privé et le partenaire public sont pratiquement identiques, ii) DLP n'appartenait pas au groupe Duferco avant cet investissement mais a été constituée précisément afin de servir de véhicule pour accueillir les investissements respectifs du FSIH et de DII, et iii) le but des investissements n'était pas de racheter des actifs qui appartenaient déjà au groupe Duferco (mais bien à SIF).
- (163) La Belgique indique que le fait que l'investissement du FSIH ait, dans un premier temps, été accordé sous la forme d'un prêt convertible (et rapidement converti) est dénué d'incidence. En effet, le jour de l'octroi du prêt convertible, le FSIH et DII ont simultanément conclu un pacte d'actionnaires par lequel ils s'engageaient à procéder à une augmentation de capital de DLP à concurrence de, respectivement, 70 millions d'EUR et 101 millions d'EUR. Le prêt de 30 millions d'EUR devrait donc être examiné comme un élément de l'augmentation de capital de 201 millions d'EUR décidée *pari passu* par le FSIH et DII.
- (164) Concernant l'achat des actions DLLPL, il est rappelé à la Commission que la Région wallonne était, par l'intermédiaire de la SOGIPA, actionnaire de DLL depuis 1999 et disposait, à ce titre, d'une connaissance approfondie de ses activités et de sa situation financière. Cela expliquerait que, dans le cadre de l'investissement de DLP dans DLLPL, les parties n'aient pas estimé nécessaire de produire un plan d'affaires en bonne et due forme. Le FSIH connaissait parfaitement bien l'objet de son acquisition. Toujours selon la Belgique, au moment de son investissement, le FSIH pouvait être rassuré par le caractère prudent de ce plan d'affaires puisque les prévisions étaient parfaitement en ligne avec les chiffres réels déjà disponibles. Il en est de même pour Duferco Trebos.
- (165) Concernant l'achat de stocks à Duferco La Louvière Sales, la Belgique affirme que s'il est exact que les investissements du FSIH et de DII dans DLP ont permis le rachat par cette dernière d'un important stock de produits d'une valeur de [50-70] millions d'EUR (contrat de vente du 30 juin 2011), il importe de souligner que le vendeur de ces produits n'était aucunement une «autre société de Duferco». De fait, Duferco La Louvière Sales était une société contrôlée, à l'époque et encore aujourd'hui, par SIF. Après négociations, les stocks auraient été repris à leur valeur comptable alors que leur valeur réelle était bien supérieure.
- (166) Concernant l'investissement de [30-40] millions d'EUR dans DLLPL, des plans d'affaires distincts auraient été préparés pour différents projets ou scénarios d'investissement. En fin de compte, les parties auraient opté pour un investissement de [30-40] millions d'EUR dans DLLPL devenue Duferco Belgium. Cet investissement n'aurait fait l'objet que d'un seul plan d'affaires, qui a été soumis par la Belgique à la Commission. Les autres plans d'affaires auxquels la Belgique se réfère seraient devenus sans objet, étant donné que les projets ou scénarios envisagés n'ont finalement pas été retenus par les parties.

## 5. OBSERVATIONS DES PARTIES INTÉRESSÉES

### 5.1. OBSERVATIONS COMMUNES DE [...], DSIH ET DLP AINSI QUE LEURS SOCIÉTÉS LIÉES

- (167) À titre liminaire, il est utile de préciser que [...], société holding du groupe Duferco, a succédé à [...] ainsi qu'aux sociétés [...] et [...], anciennes maisons-mères de DPH.

#### 5.1.1. MESURE 1

- (168) [...] souligne tout d'abord qu'elle est en parfait accord avec les observations de la Belgique.

- (169) [...] revient ensuite sur les mobiles ayant amené le FSIH à investir dans Duferco US. La prise de participation dans Farrell serait liée à la volonté du FSIH de contrôler le site, afin que Duferco ne délaisse pas le site belge au profit du site américain. La Région wallonne aurait voulu se protéger contre le risque d'une éventuelle utilisation à son détriment d'intérêts potentiellement divergents au sein de Duferco. En outre, l'investissement du FSIH dans Farrell était également destiné à faciliter le rapprochement entre les sites de production belge et américain, dans le but d'optimiser les échanges d'information et les synergies possibles entre ces sites.
- (170) [...] juge important de souligner que l'initiative du désengagement du FSIH revient à Duferco. En février 2006, Duferco avait signé une lettre d'intention avec NLMK en vue de la cession à cette dernière d'une participation de 50 % dans SIF. Néanmoins, une des conditions préalables était que l'ensemble des actions de Duferco US soit détenu par SIF, ce qui impliquait donc un rachat des actions détenues par le FSIH. Duferco aurait donc émis auprès du FSIH l'idée d'une option d'achat afin de pouvoir répondre aux exigences de NLMK et dans le même temps conserver la flexibilité nécessaire, étant donné l'incertitude entourant à cette époque la concrétisation de l'opération. Dans le même temps, l'offre de rachat par Duferco était intéressante dans le contexte de fin de cycle de l'acier attendue pour la fin de l'année 2006, qui rendait l'investissement moins attrayant.
- (171) [...] confirme les observations de la Belgique selon lesquelles l'opportunité d'une mise en concurrence préalable d'éventuels candidats acquéreurs n'était pas pertinente au vu de l'objet de la cession: la vente d'une participation minoritaire dans une société privée avec pour cible un site de production non intégré. Si la situation ne nécessitait pas une mise en concurrence préalable, [...] maintient que la cession a néanmoins été réalisée à un prix de marché.
- (172) [...] rappelle que la monnaie fonctionnelle de Duferco US est le dollar des États-Unis. Par conséquent, il n'est pas pertinent, sauf pour les besoins internes du FSIH, que le prix d'acquisition ait été payé en euros.
- (173) Afin de compléter les exercices de valorisation réalisés par la Région wallonne, [...] a mandaté KPMG pour valoriser la participation de 49,9 % du FSIH dans Duferco US au 14 juin 2006, date de l'octroi de l'option d'achat en utilisant la méthode de la juste valeur.
- (174) KPMG a considéré que la participation du FSIH dans Duferco US devait être évaluée en tant que participation qui ne confère pas de contrôle et qui n'est pas négociable, tout en appliquant une prime de contrôle, étant donné que la convention des actionnaires du 9 avril 2003 conférerait au FSIH une influence significative sur Duferco US au-delà de l'influence dont dispose un actionnaire minoritaire.
- (175) KPMG indique que la durée des cycles industriels dans la sidérurgie varie généralement entre trois et sept ans. KPMG constate que même si l'industrie sidérurgique s'est bien comportée en 2006, les indicateurs mettaient clairement en évidence des risques majeurs eu égard à la faiblesse de l'industrie automobile nationale et à la possibilité d'une correction de marché dans le domaine de la construction non résidentielle.
- (176) Retenant essentiellement des cycles de trois et cinq ans, ainsi qu'une valorisation sur un multiple d'EBITDA provenant de sociétés comparables, KPMG a estimé la juste valeur de la participation de 49,9 % dans Duferco US à [...] millions USD au 14 juin 2006.
- (177) [...] exprime ensuite son avis sur la discussion relative à la prise en compte ou non de la valeur des fonds propres pour valoriser Duferco US. Elle confirme qu'une valorisation sur la base des fonds propres, telle qu'envisagée par la Commission dans sa décision d'ouverture, n'est pas la plus adéquate. Mais elle fait remarquer que, quand bien même l'on souhaiterait prendre en compte les fonds propres, l'on finirait par conclure que l'opération s'est faite à un prix de marché. Pour le prouver, elle attire l'attention de la Commission sur une transaction qu'elle juge comparable: la cession à NLMK d'une participation de 50 % dans SIF (accompagnée d'une option d'achat inconditionnelle portant sur au moins une action de SIF). Le prix retenu dans cette transaction de 2006 correspondrait à un multiple des fonds propres de la société qui serait pratiquement identique au multiple de fonds propres que représente la cession par le FSIH de sa participation dans Duferco US (dans les deux cas, un multiple proche de 2). Rien n'étant susceptible d'indiquer que l'opération concernant SIF ne serait pas intervenue aux conditions du marché, cette comparaison confirmerait que la prise en compte des fonds propres aboutirait elle aussi à considérer que l'opération s'est faite à un prix du marché.
- (178) S'agissant de la durée de l'option d'achat, [...] juge qu'elle s'inscrit dans le contexte de la négociation concomitante d'une éventuelle cession par Duferco de 50 % du capital de SIF à NLMK. NLMK était tenue de

rédiger un premier projet de convention de cession d'action et de convention d'actionnaires dans les dix jours de la signature de la lettre d'intention. La lettre d'intention n'était elle-même valable que jusqu'au 1<sup>er</sup> octobre 2006 au plus tard. L'intention aurait donc été pour Duferco de faire usage ou non de l'option d'achat dans les semaines ou mois qui ont suivi son octroi par le FSIH. Ce serait donc sans raison réelle que les parties ont convenu que l'option courrait jusqu'au 31 décembre 2015.

- (179) KPMG a évalué la juste valeur de l'option d'achat octroyée à Duferco en juin 2006. KPMG rejoint la position de Duferco selon laquelle il convient de prendre en compte la durée de l'option (*expected term*, soit quatre mois), les raisons étant que l'option n'était ni cessible ni transférable, ce qui réduisait fortement sa valeur. KPMG estime que la juste valeur de l'option d'achat s'élève à [...] million USD.
- (180) Sur la base de la durée contractuelle, la juste valeur s'élèverait à [...] millions USD. Si un tel montant était pris en compte, ajouté à la juste valeur de la participation du FSIH dans Duferco US, le prix de cession s'élèverait à [...] millions USD, montant nettement inférieur au prix payé par [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là].

#### 5.1.2. MESURE 2

- (181) Selon [...], l'investissement du FSIH dans DPH présenterait une double finalité: d'une part, sa participation dans le capital, sa représentation au conseil d'administration, son accès aux informations et documents stratégiques et, d'autre part, son rendement financier intéressant et sécurisé (dividende préférentiel).
- (182) La principale raison du désinvestissement du FSIH dans DPH serait la cession des sites de production belges à NLMK. Duferco perdrait sa qualité de partenaire stratégique pour la Région wallonne en Belgique et les sites de production de Clabecq et la Louvière ne seraient plus susceptibles d'être directement affectés par les décisions de la division Trading de Duferco.
- (183) [...] affirme que DPH est une société dont la monnaie fonctionnelle est le dollar des États-Unis, si bien que le rendement de tout investissement dans une telle société doit être évalué en dollars des États-Unis. L'investissement du FSIH dans DPH aurait donc généré un rendement de 8,81 % par an.
- (184) [...] a confié à KPMG la mission d'analyser l'évaluation réalisée par Ernst & Young en mars 2006. Concernant les méthodes d'évaluation, KPMG note qu'Ernst & Young ne précise pas le type de valeur pour la valorisation (valeur de marché, valeur d'investissement ou juste valeur). À titre principal, Ernst & Young a appliqué l'approche de marché par les sociétés comparables. KPMG ne donne pas de préférence à la méthode s'appuyant sur les sociétés comparables par rapport à celle reposant sur les transactions comparables. KPMG ne se baserait pas sur la valeur de l'actif net étant donné que cette méthode ignore les gains futurs ainsi que les risques opérationnels.
- (185) KPMG conclut qu'au vu de son analyse de la cyclicité de l'industrie sidérurgique, il convient de prendre en considération des périodes d'entre quatre et six ans avec un poids égal pour chaque année pour l'évaluation de DPH. KPMG rejoint l'analyse des parties consistant à prendre en compte les années 2001 et 2002 dans la valorisation de DPH afin de refléter adéquatement la cyclicité de l'industrie sidérurgique et d'appliquer une pondération identique pour chaque année.
- (186) KPMG confirme la pertinence et l'ampleur des ajustements apportés par Ernst & Young pour la valorisation de DPH au regard des événements non récurrents. KPMG a également apporté des ajustements aux années 2001 et 2002 non prises en compte par Ernst & Young.
- (187) KPMG a examiné la liste des sociétés comparables sélectionnées par Ernst & Young. KPMG n'a pas été en mesure de retrouver dans la banque de données utilisée par Ernst & Young (Bloomberg) certains multiples reproduits dans le rapport Ernst & Young 2006. Par ailleurs, KPMG a jugé opportun de ne pas inclure certaines sociétés sur la liste des sociétés comparables fournies par Ernst & Young. KPMG a établi sa propre liste de sociétés comparables dont il ressort que les ratios *price/earnings* médians pour les années 2003 à 2006 sont inférieurs à ceux retenus par Ernst & Young.
- (188) KPMG n'a pas été en mesure d'observer un nombre suffisant de sociétés cotées en bourse actives uniquement dans le négoce de l'acier. Une valorisation séparée de la division Trading n'est pas possible. Néanmoins, KPMG confirme qu'il aurait été approprié de réaliser une valorisation distincte des activités de négoce et des activités de production. Avec un risque plus élevé et des résultats plus volatiles, les activités de négoce offriraient un rendement plus élevé aux investisseurs, ce qui conduirait à une valorisation moindre des activités. Un multiple plus faible devrait donc être retenu pour l'activité de négoce. [...] estime qu'il est pertinent de se référer à la cession en septembre 2003 de 50 % d[...], dont le prix convenu était proche de la valeur des fonds propres.

- (189) Concernant les éléments hors bilan, KPMG confirme que le montant des fonds propres d'une société doit être ajusté afin de prendre en compte des éléments de passif hors bilan si ceux-ci ne sont pas récurrents. Contrairement à Ernst & Young, KPMG considère que seuls ces éléments doivent être déduits de la valeur estimée des fonds propres de la société quelle que soit la méthode de valorisation.
- (190) Pour deux des éléments hors bilan, KPMG a estimé opportun de revenir sur le montant de l'ajustement appliqué par Ernst & Young. Il s'agit des «garanties françaises et belges» qu'E Ernst & Young a évaluées à [...] millions USD en 2006, alors qu'elles s'élevaient à [...] millions USD selon KPMG. Ces garanties ont été ajustées en fonction du risque qu'elles contenaient. Il en résulte un montant total de [...] millions USD contre [...] millions USD retenus par Ernst & Young.
- (191) KPMG confirme la pertinence et le niveau de la décote de non-liquidité (30 %) appliquée par Ernst & Young. Une ristourne de 12 % dans le cadre de la valorisation basée sur des transactions comparables aurait été également pertinente.
- (192) KPMG a estimé qu'il était approprié d'appliquer une prime de contrôle de 5 % en cas d'évaluation à partir de sociétés comparables étant donné qu'une telle méthodologie génère une valorisation correspondant à une participation minoritaire, alors que la participation du FSIH permettait une influence significative sur DPH. KPMG estime qu'une décote de 20 % devrait être appliquée dans le cas d'une valorisation à partir de transactions comparables, étant donné que cette méthodologie conduit à une valorisation avec une participation de contrôle.
- (193) KPMG note, concernant le rendement de l'action privilégiée, qu'Ernst & Young s'était trompée dans sa valorisation des dividendes préférentiels pour la période 2006-2012 en basant son calcul sur des dividendes annuels de 4 millions USD alors qu'il s'agissait de 4 millions d'EUR. KPMG estime ensuite que le taux de ristourne appliqué par Ernst & Young eu égard au risque de défaut de paiement (6,2 %) se trouve dans la fourchette acceptable identifiée, entre 1,8 % et 16,4 %. Le taux de ristourne de 14 % appliqué par les parties est également considéré comme acceptable, car se situant dans la fourchette de valeur.
- (194) Il résulte de ces ajustements une valorisation de la participation dans DPH qui fluctue entre [...] millions USD et [...] millions USD, soit une valeur médiane de [...] millions d'EUR, ce qui est en ligne avec le prix de cession en juin 2006 de [...] millions d'EUR. [...] en conclut qu'il ne saurait être aucunement question d'aide d'État en faveur de [la société qui à cette époque contrôlait DPH].

### 5.1.3. MESURE 3

- (195) DSIH confirme les arguments avancés par la Belgique pour défendre le caractère *pari passu* de l'investissement du FSIH. DSIH affirme que les conditions de l'opération étaient identiques pour Duferco Développement et le FSIH. Les deux actionnaires ont accepté ensemble de prendre un risque nouveau en investissant dans DSIH afin de matérialiser les projets de diversification de Duferco Diversification. Les deux actionnaires bénéficient d'une répartition proportionnelle sur la base de leur participation au capital, des éventuels dividendes et des retombées financières des projets développés par leurs filiales communes. Selon DSIH, l'intervention privée de Duferco Développement revêtirait une importance économique réelle, et le montant de l'investissement est identique à celui du FSIH.
- (196) DSIH affirme qu'elle n'appartenait pas à Duferco Développement avant les investissements concomitants. DSIH est une société qui a été constituée par un tiers peu de temps avant ces investissements (29 novembre 2006) et acquise ensuite par les deux partenaires pour permettre leurs investissements. Toujours selon DSIH, les projets rachetés par DSIH n'appartenaient pas non plus au groupe Duferco avant l'investissement par le FSIH, bien qu'ils aient été hébergés par SIF à l'état d'ébauche.
- (197) DSIH précise, concernant le projet [...], que la Région wallonne, par l'intermédiaire de la SOGEPA, connaissait parfaitement la situation du site [...] étant donné qu'elle était intervenue aux côtés du groupe Duferco dans le cadre de la reprise des [...] alors en faillite. La Région wallonne était ainsi actionnaire de [...] et a occupé plusieurs postes au sein du conseil d'administration de cette société. La Région wallonne aurait également été impliquée dans le projet [...] dès son origine et aurait eu accès à toutes les informations disponibles dans le cadre du lancement de ce projet, notamment exactement les mêmes que celles à la disposition des investisseurs privés.
- (198) DSIH s'appuie sur une évaluation ex post du projet qui prouvait le bien-fondé de la valorisation du projet telle qu'initialement effectuée et laissait présager une rentabilité plus qu'intéressante.

- (199) Concernant le projet Marcinelle, DSIH affirme que la rentabilité plus faible qu'attendue n'est pas due aux montants trop élevés des investissements des partenaires mais à des éléments indépendants de la volonté des parties. Premièrement, la Commission a annoncé en janvier 2008 une proposition de suppression de l'allocation gratuite des quotas d'émission de CO<sub>2</sub>, ce qui a fortement affecté la valorisation du projet avant la clôture des négociations avec ENEL. Deuxièmement, le marché de l'électricité a connu un retournement complet et imprévisible en 2010, avec une évolution défavorable des prix de l'électricité, du gaz et du CO<sub>2</sub>.
- (200) Duferco Diversification se serait bien sortie de cette crise en vendant Marcinelle Énergie juste avant sa survenance. L'entreprise aurait cédé 80 % de Marcinelle Énergie à un prix raisonnable et aurait pu sécuriser les [...] restants par une option de vente négociée avec ENEL.

#### 5.1.4. MESURES 4 ET 5

- (201) [...] note que pour l'application du critère de l'investisseur privé en économie de marché, différents éléments doivent être examinés, essentiellement le taux d'intérêt applicable et les sûretés exigées pour garantir le prêt.
- (202) Concernant les sûretés, [...] rappelle que Duferco présentait une situation financière très solide, comme le prouveraient les conditions des prêts accordés par des établissements bancaires au groupe Duferco, avec des taux comparables aux taux offerts à des entreprises notées AAA selon les taux de référence de la Commission. En outre, [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] était tenue d'affecter prioritairement au remboursement anticipé du prêt du FSIH les fonds provenant de la future vente à NLMK de la participation de DII dans SIF. L'existence d'une créance future, mais presque certaine, de [...] millions USD vis-à-vis de NLMK représenterait une garantie liquide et facilement exigible. Ce prêt s'apparenterait à une avance sur créance future. Le FSIH bénéficiait également d'un gage sur 15 % des actions de DPH, société financièrement très solide (aucune perte enregistrée jusqu'en 2009), pour une valeur approximative de [...] millions USD. Enfin, le taux de référence Euribor 12 mois garantissait un taux stable par période de 12 mois, caractéristique attractive en temps de crise et de baisse des taux. Le risque pour le FSIH au vu de ces garanties était donc minimal.
- (203) Les taux appliqués par les banques privées au groupe Duferco variaient entre [0,65-1,15] % et [2,75-3,25] % avec une moyenne à [1,1-1,55] %, soit des taux tout à fait en ligne avec les taux du FSIH. [...] considère qu'on ne pourrait exclure de la comparaison les prêts qui n'ont pas exactement la même maturité, le même montant, la même nature ou qui ont un taux de base différent. Seuls les sûretés et le taux d'intérêt appliqué seraient à prendre en compte.
- (204) Les montants des prêts présentés par la Belgique seraient en général moins élevés que ceux du prêt du FSIH, car la Belgique n'aurait présenté que les emprunts souscrits en euros, qui ne représenteraient qu'une petite partie du montant total. [...] s'est intéressée aux emprunts multi-devises qui portent sur des montants sensiblement plus importants. Ces données montreraient que Duferco avait accès à des lignes de crédit d'un montant très élevé et que certains emprunts porteraient sur des prêts à long terme (dix ans). Les taux de ces prêts varient entre [0,5-1] % et [2,2-2,65] % avec une moyenne pondérée de [1,6-2,05] %.
- (205) [...] conclut donc qu'au vu des solides sûretés dont bénéficiait le FSIH, les taux d'intérêt applicables seraient parfaitement conformes aux taux de marché.

#### 5.1.5. MESURE 6

- (206) Dès l'origine, selon DLP, les parties avaient envisagé que le prêt de 30 millions d'EUR serait susceptible d'être converti à brève échéance, ce qui fut le cas en septembre 2011. L'intention initiale du FSIH était de procéder à un investissement en capital de 100 millions d'EUR. DLP estime que le prêt convertible doit être analysé conjointement avec l'injection de capital et être traité comme tel.
- (207) DLP affirme que les interventions de DII et du FSIH sont concomitantes, DII ayant participé à une augmentation de capital de DLP le 7 juillet 2011, soit quelques jours avant l'augmentation de capital par le FSIH et après l'octroi du prêt convertible. Il affirme aussi que les conditions de l'opération sont identiques, les deux partenaires ayant investi des montants quasiment identiques. Il s'agirait donc d'investissements réalisés aux mêmes conditions car le FSIH et DII supportent le même risque et bénéficient d'une répartition proportionnelle des dividendes et de l'augmentation de la valeur de leur filiale.

- (208) DLP affirme que la société n'appartenait pas au groupe Duferco au moment de l'investissement du FSIH mais était une société nouvellement constituée afin précisément d'accueillir les investissements conjoints des deux partenaires. Le fait que ces investissements aient partiellement servi à l'achat d'actifs de SIF serait sans pertinence étant donné que le prix de cession était basé sur des rapports d'experts. En conséquence, DLP conclut que l'investissement réalisé par le FSIH dans DLP est *pari passu* avec DII.
- (209) DLP rappelle également que la SOGEPa était actionnaire de DLL depuis 1999 et disposait donc d'une connaissance approfondie des activités et de la situation financière de la société en ce qui concerne la filière des produits longs. Par l'intermédiaire de la SOGEPa, la Région wallonne disposait de solides connaissances sur les conditions de marché, les sites d'exploitation et leur environnement. DLL indique également qu'il n'existe qu'un seul plan d'affaires pour chacune des sociétés Duferco Trebos et DLLPL. Le FSIH aurait donc été en mesure de prendre sa décision en pleine connaissance de cause et disposait d'un niveau d'information identique à celui qui aurait été requis par un investisseur privé dans une situation identique.
- (210) Selon DLP, il ressort des résultats financiers que l'EBITDA réalisé après trois mois était en ligne avec l'EBITDA projeté dans le plan d'affaires pour la période de six mois. Au moment de son investissement, le FSIH pouvait donc être rassuré quant au caractère prudent du plan d'affaires.

## 5.2. OBSERVATIONS DE SIF

- (211) La Commission précise que les observations de SIF ne portent que sur la mesure dont elle est la bénéficiaire, à savoir la mesure 5.
- (212) SIF considère que sa situation financière était solide au moment de l'octroi du prêt et que les garanties au moment de la convention de prêt étaient largement suffisantes pour rembourser l'intégralité du prêt du FSIH. De plus, toujours selon SIF, la rentabilité de l'opération de prêt ne faisait aucun doute pour le FSIH eu égard à la politique d'investissements et de développement menée par SIF. Le plan d'affaires de SIF relatif aux sites belges, notamment pour les années 2007-2010, contenait des projets d'investissement majeurs promettant des perspectives de développement importantes du groupe en Belgique.
- (213) En outre, SIF considère que son appartenance à deux acteurs majeurs du secteur de la sidérurgie a été prise en compte dans l'analyse du risque liée à l'opération de prêt par le FSIH. NLMK a accordé une garantie au FSIH en cas de changement de contrôle. En octroyant un prêt de 75 millions d'EUR à SIF à un taux de 2,05 % (marge de 75 points de base) alors que le taux de la Banque nationale de Belgique pour les nouveaux prêts était de 1,63 %, le FSIH n'aurait pas pris de risque inconsidéré par rapport à un opérateur privé.
- (214) SIF rappelle que l'application du critère de l'investisseur privé en économie de marché n'exige aucunement une comparaison avec des prêts en tous points identiques au prêt accordé par le FSIH. SIF indique également que la Commission précise qu'il faut prendre en compte le type d'opérateur concerné, la nature de l'opération et les marchés concernés. En vertu de cette précision, deux prêts privés accordés à Duferco Clabecq, une filiale de SIF, doivent être pris en compte pour la comparaison avec le prêt accordé par le FSIH. L'analyse de ces prêts démontrerait que pendant la période où le prêt a été accordé par le FSIH, SIF était en mesure d'obtenir des crédits auprès des institutions financières privées et que les conditions du prêt accordé par le FSIH ne présenteraient pas de différences substantielles avec le marché. Les taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit pour ces deux prêts, [1-1,5] % (prêt Sumitomo) et [1,2-1,7] % (prêt Rabobank), seraient plus faibles que celui accordé par le FSIH (2,05 %). Il en découle que le risque subjectif inhérent au prêt accordé par le FSIH serait reflété par le taux d'intérêt appliqué, le taux Euribor 12 mois, qui est un élément renforçant la sécurité du prêt pour le prêteur en ce qu'il garantit un taux stable pour douze mois.
- (215) Par ailleurs, selon SIF, l'absence de sûretés ne pourrait en aucun cas constituer un avantage. Si aucune garantie n'a été requise c'est parce que sa solidité financière, son appartenance aux groupes NLMK et Duferco et [...] auraient été de nature à rassurer le FSIH quant à la capacité de SIF de rembourser le prêt.
- (216) SIF indique également qu'une marge de 75 points est conforme à la pratique bancaire de l'époque. Le prêt Sumitomo montrerait que pour un niveau de sûretés normal la marge était de [10-50] points, soit inférieure à celle indiquée dans la communication sur les taux de référence de 2008, pour une notation bonne (100 points) ou même solide (75 points). De même, pour le prêt de Rabobank, la marge serait de [45-85] points pour un niveau de sûretés normal. Il en résulte que si on considère que SIF jouissait d'une notation bonne, une marge de 75 points (inférieure à 100 points) pour un prêt à dix ans serait en ligne avec les usages des banques qui ont considérablement compressé leurs marges à l'époque.

- (217) SIF en conclut que le prêt qui lui a été octroyé par le FSIH correspond à des conditions de marché et ne lui accorde aucun avantage.
- (218) SIF précise cependant que si le prêt devait être qualifié d'aide, une telle aide pourrait être compatible avec le marché commun en application de la communication de la Commission relative au cadre communautaire temporaire pour les aides d'État destinées à favoriser l'accès au financement dans le contexte de la crise économique et financière actuelle (la «communication de 2009») <sup>(13)</sup>. Pour apprécier la compatibilité des taux d'intérêt bonifiés avec les règles d'aide d'État, la communication de 2009 instaure un taux réduit spécifique à la période de crise. SIF indique que toutes les conditions prévues par la communication de 2009 sont réunies: le contrat a été conclu le 29 septembre 2009 et SIF n'était pas en difficulté au 1<sup>er</sup> juillet 2008. Dès lors, si le prêt venait à être qualifié d'aide, la compatibilité du taux d'intérêt du prêt accordé par le FSIH à SIF devrait s'apprécier au regard du taux réduit.

## 6. COMMENTAIRES DE LA BELGIQUE SUR LES OBSERVATIONS DES PARTIES INTÉRESSÉES

### 6.1. COMMENTAIRES DE LA BELGIQUE SUR LES OBSERVATIONS DE [...]

- (219) Les observations de [...] n'appellent pas de commentaires particuliers de la Belgique. Elles confirment que les décisions prises l'ont été dans une logique industrielle correspondant à des conditions de marché.

### 6.2. COMMENTAIRES DE LA BELGIQUE SUR LES OBSERVATIONS DE SIF

- (220) Les observations de SIF n'appellent pas de commentaires particuliers de la Belgique. La Belgique déclare par ailleurs qu'elle se tient à la disposition de la Commission dans l'éventualité où le prêt accordé à SIF serait considéré comme un élément d'aide, afin de procéder à la vérification de la compatibilité.

## 7. APPRÉCIATION DES MESURES

### 7.1. ÉVALUATION DE LA PRÉSENCE D'AIDE AU SENS DE L'ARTICLE 107, PARAGRAPHE 1, DU TFUE

- (221) L'article 107, paragraphe 1, du TFUE dispose que sont incompatibles avec le marché intérieur, dans la mesure où elles affectent les échanges entre États membres, les aides accordées par les États ou au moyen de ressources d'État sous quelque forme que ce soit qui faussent ou qui menacent de fausser la concurrence en favorisant certaines entreprises ou certaines productions. Cette disposition détermine les conditions à partir desquelles une mesure d'un État membre pourra être considérée comme une aide d'État.
- (222) Premièrement, les mesures en cause doivent avoir une origine étatique en ce sens qu'elles doivent impliquer des ressources d'État et être imputables à l'État. Deuxièmement, la Commission doit vérifier si les ressources d'État procurent un avantage. Troisièmement, les mesures doivent être sélectives (par exemple s'adresser à une entreprise, à un secteur économique ou à une zone géographique) par opposition à une mesure de portée générale. Quatrièmement, les mesures doivent être susceptibles de fausser la concurrence et d'affecter les échanges entre États membres.
- (223) La Commission examinera tout d'abord pour les six mesures sous examen les critères de l'origine étatique, de la sélectivité et de l'impact sur la concurrence et les échanges intracommunautaires. Elle analysera ensuite le critère de l'avantage économique pour chacune des mesures.
- (224) La Commission note que la Belgique n'a pas contesté l'origine étatique des financements, leur sélectivité et leur impact sur la concurrence et les échanges entre les États membres. Par conséquent, la Commission se limitera, pour ces critères, à confirmer l'analyse effectuée dans la décision d'ouverture. Seule la condition relative à l'existence d'un avantage économique est contestée par la Belgique.

#### 7.1.1. LES CRITÈRES DE L'ORIGINE ÉTATIQUE ET DE L'IMPUTABILITÉ

- (225) La Commission rappelle que «pour que des avantages puissent être qualifiés d'aides au sens de l'article 87, paragraphe 1, CE, ils doivent, d'une part, être accordés directement ou indirectement au moyen de ressources d'État [...] et, d'autre part, être imputables à l'État [...]» <sup>(14)</sup>.

<sup>(13)</sup> JO C 83 du 7.4.2009, p. 1.

<sup>(14)</sup> Arrêt de la Cour de justice du 16 mai 2002, France/Commission, C-482/99, EU:C:2002:294, point 24.

- (226) L'organisme à l'origine des mesures sous examen est le holding financier FSIH. Le FSIH, dont l'objet social est l'intervention dans des sociétés sidérurgiques basées à l'étranger, est une filiale détenue à 100 % par la SOGEPa, elle-même détenue à 100 % par la Région wallonne. Les fonds à la disposition du FSIH sont donc sous le contrôle de la Région wallonne et constituent ainsi des ressources d'État.
- (227) La description de la SOGEPa et du FSIH démontre que le rôle des autorités publiques est décisif dans les interventions de la SOGEPa et du FSIH. La SOGEPa agit à la demande du Gouvernement wallon. L'article 3§1 de ses statuts énonce que «[l]a société a pour objet l'accomplissement de toutes les missions qui lui sont confiées par le Gouvernement wallon, [...]. Dans ce cadre, elle assure notamment la mise en œuvre de décisions d'intervention dans les sociétés commerciales prises par le Gouvernement wallon et la gestion des participations, obligations, avances ou intérêts que la Région wallonne ou elle-même viendraient à détenir dans de telles sociétés». En matière sidérurgique, toute décision de la SOGEPa dépassant la simple gestion du portefeuille doit en outre obtenir l'accord des Ministres de l'Économie et du Budget de la Région wallonne. À cet égard, les articles de presse parus dans le journal *Le Soir* du 21 novembre 2011 font état des réactions des ministres wallons en charge de l'économie à l'époque des faits. Ces personnes assument visiblement la responsabilité du Gouvernement wallon quant aux interventions du FSIH.
- (228) En conclusion, la Commission considère que les mesures sous examen remplissent le critère de l'origine étatique et sont imputables à la Région wallonne.

#### 7.1.2. LE CRITÈRE DE LA SÉLECTIVITÉ

- (229) Les mesures sous examen ne concernent que les sociétés et filiales du groupe Duferco. Elles sont donc sélectives.

#### 7.1.3. LES CRITÈRES DE L'AFFECTATION DE LA CONCURRENCE ET DES ÉCHANGES ENTRE ÉTATS MEMBRES

- (230) Le groupe Duferco est actif sur le marché de la sidérurgie. Les interventions du FSIH ont permis au groupe Duferco de conserver une position concurrentielle plus forte que celle qu'il aurait eue en l'absence de ces interventions. Par ailleurs, au sein de l'Union, le marché sidérurgique compte plusieurs autres opérateurs actifs et les produits sidérurgiques font l'objet d'échanges entre plusieurs États membres. L'avantage octroyé par les interventions du FSIH sur un marché ouvert à la concurrence a affecté ces échanges. En effet, «lorsqu'une aide financière accordée par l'État renforce la position d'une entreprise par rapport à d'autres entreprises concurrentes dans les échanges intracommunautaires, ces derniers doivent être considérés comme influencés par l'aide»<sup>(15)</sup>.
- (231) Par conséquent, conformément à la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne<sup>(16)</sup>, les mesures sont susceptibles d'affecter la concurrence et les échanges entre États membres.

#### 7.1.4. LE CRITÈRE DE L'AVANTAGE ÉCONOMIQUE

- (232) Les opérations économiques et financières effectuées par des organismes publics ne confèrent pas d'avantage à leur destinataire et de ce fait ne constituent pas des aides d'État lorsqu'elles sont réalisées dans des conditions normales de marché<sup>(17)</sup>. En d'autres termes, il y a lieu d'apprécier si, dans des circonstances similaires, un investisseur privé opérant dans des conditions normales de marché aurait réalisé la même intervention. Si ce n'est pas le cas, l'entreprise bénéficiaire a reçu un avantage économique qu'elle n'aurait pas obtenu dans les conditions normales du marché, ce qui la place dans une situation plus favorable que celle de ses concurrents<sup>(18)</sup>.
- (233) La Commission examinera successivement les six mesures octroyées au groupe Duferco à l'aune de ce critère.

##### 7.1.4.1. *Mesure 1*

##### i) **Sur les justifications relatives au désengagement du FSIH**

- (234) La Commission estime que l'analyse des motifs de désengagement du FSIH, si elle ne suffit pas à prouver le caractère non avisé de l'investissement, apporte néanmoins une lumière précieuse sur la mesure sous examen.

<sup>(15)</sup> Jugement du Tribunal du 4 avril 2001, Regione Friuli Venezia Giulia/Commission, T-288/97, EU:T:2001:115, point 41.

<sup>(16)</sup> Arrêt de la Cour de justice du 17 septembre 1980, Philip Morris Holland BV/Commission, 730/79, EU:C:1980:209, points 11 et 12.

<sup>(17)</sup> Arrêt de la Cour de justice du 11 juillet 1996, SFEI et al/La Poste, C-39/94, EU:C:1996:285, point 60.

<sup>(18)</sup> Arrêt de la Cour de justice du 5 juin 2012, Commission/EDF, C-124/10 P, EU:C:2012:318, point 90.

- (235) La Belgique justifie le désengagement du FSIH dans Duferco US par: i) le sentiment qu'aurait eu le FSIH, d'un retournement prochain de la conjoncture de l'acier; ii) la passation de l'accord de fourniture de brames avec [...] qui, tout en stabilisant les résultats, risquait néanmoins de limiter les gains potentiels de Duferco US; iii) l'existence de liquidités abondantes au sein du groupe Duferco, ce qui créait une fenêtre d'opportunité pour que le FSIH cède ses parts dans Duferco US; iv) les négociations en cours pour la cession de 50 % de SIF à NLMK, qui envisageaient l'intégration de Duferco US dans le périmètre du partenariat avec ce dernier.
- (236) S'agissant du premier motif, la Commission note que dans sa réponse du 8 avril 2015, la Belgique lui a accordé une moindre importance. La Commission avait en effet demandé à la Belgique de produire toute étude, antérieure à la mesure, portant sur les perspectives du marché de l'acier pour les cinq prochaines années. Celle-ci a produit un aperçu de l'état de l'économie américaine extrait de *The National Economic Review* sur les deux premiers trimestres 2006 et un examen du secteur de l'acier du 10 avril 2006 réalisé par le Crédit suisse. Les deux premières études sont des aperçus généraux de la croissance américaine pendant les deux premiers trimestres; elles concluent à une décélération de la croissance du PIB en raison du recul du secteur du logement mais ne prévoient pas de récession à court terme. La deuxième étude, qui concerne directement le marché de l'acier, demeure prudente quant à l'évolution de ce marché aux États-Unis:
- «1. L'état des stocks d'acier aux États-Unis demeure faible, ce qui continue de soutenir la demande. [...] En tant que tel, nous avons encore (au moins) plusieurs mois devant nous, avant qu'il ne faille s'inquiéter d'un excès d'offre sur le marché américain. [...]
4. Ce sont les importations (ou la production) qui créent les stocks, et cette relation nous semble cruciale pour la raison qui suit. Bien que le marché américain demeure robuste, nous pensons que les risques de pression sur l'offre (importations et production accrue) pourraient mener à la constitution de stocks au cours de l'année 2006, et donc à la détente du marché américain à la fin 2006, au fur et à mesure que l'offre repasse au-dessus la demande.»
- (237) À la lecture de ces études, la Commission note que c'est à raison que la Belgique a relativisé l'importance qu'aurait joué la perception du marché de l'acier dans la décision du FSIH de se désengager. Les perspectives économiques disponibles à l'époque du désengagement du FSIH semblent en effet insuffisantes pour présenter ce désengagement comme une réelle opportunité.
- (238) S'agissant du deuxième motif, la Commission constate que la mise en place des contrats d'approvisionnement a conduit à une amélioration significative des résultats de Farrell dès l'exercice 2006. Les ventes nettes ont presque doublé; le résultat d'exploitation est passé d'une perte de [...] millions USD à un résultat positif de [...] millions USD; le résultat net est passé d'une perte de [...] millions USD à un résultat positif de [...] millions USD. L'exercice 2006 se clôturant au 30 septembre, le FSIH ne pouvait ignorer leur amélioration en juin 2006.
- (239) Le FSIH n'étant pas un fonds spéculatif, la Commission n'est pas convaincue qu'une augmentation et une stabilisation des revenus à un niveau confortable et prévisible soient des motifs valables de désengagement.
- (240) La Commission n'a pas d'objection quant au troisième motif, mais considère qu'il doit être relativisé par rapport au vrai motif de désengagement du FSIH: le rapprochement entre Duferco et NLMK.
- (241) Il apparaît en effet que c'est à Duferco que revenait l'initiative du désengagement. Comme l'a indiqué [...] dans ses observations à la Commission <sup>(19)</sup>, la cession par le FSIH de ses parts dans Duferco US était une condition sine qua non à l'entrée de NLMK dans le capital de SIF.
- «NLMK avait notamment posé comme condition préalable à la réalisation de l'ensemble de l'opération que l'intégralité des actions de Duferco US soit contrôlée par SIF, ce qui impliquait donc un rachat des actions détenues par FSIH.»
- Au vu de ce qui précède, le FSIH était indubitablement en position de force pour négocier la cession de ses parts à Duferco. Dans ce contexte, le fait qu'il n'ait cependant pas cherché à récupérer plus que sa mise initiale de 95 millions d'EUR, laisse présumer que le FSIH ne s'est pas comporté en investisseur avisé.
- (242) À l'encontre d'une telle présomption, la Belgique a rétorqué dans ses observations que l'investissement du FSIH devait être analysé dans la monnaie fonctionnelle de Duferco US (le dollar), et non dans celle du FSIH (l'euro). En dollars, le prix de vente obtenu par le FSIH ([...] millions USD) lui aurait octroyé un rendement décent de 6,81 % par an. La Commission ne partage pas cette position pour deux raisons. Premièrement, elle estime que la seule

<sup>(19)</sup> Observations de [...] du 23 juin 2014, point 24.

monnaie qui fait sens pour le FSIH, en tant que gestionnaire d'un fonds libellé en euros, est l'euro. Deuxièmement et plus fondamentalement, elle précise que ce débat n'a aucune influence sur la seule question importante, qui est de savoir si ce prix de [...] millions USD (ou, de manière équivalente, [...] millions d'EUR) correspond au prix de marché qu'aurait pu obtenir un investisseur privé dans des circonstances similaires. Passée cette nécessaire mise en contexte, la Commission souhaite désormais répondre à cette question.

ii) **Sur le comportement du FSIH en investisseur privé**

- (243) Au moment de négocier la cession de ses parts dans Duferco US, la Commission constate tout d'abord que le FSIH n'a pas mis en place de procédure d'appel d'offres ouverte, transparente et inconditionnelle au motif que, selon ce dernier, il «était difficilement envisageable de se tourner vers un acquéreur tiers pour la cession d'une participation minoritaire dans une société privée (non-cotée)»<sup>(20)</sup>. L'examen des motifs de désengagement du FSIH discrédite clairement cet argument: si le FSIH n'a pas cherché à mettre Duferco en concurrence, c'est pour complaire à celui-ci, qui avait un besoin pressant des parts du FSIH pour conclure l'accord avec NLMK.
- (244) Mais la Commission n'exige pas systématiquement la mise en place d'une procédure d'appel d'offres<sup>(21)</sup> pour qualifier une vente de conforme au prix de marché. En revanche, elle recommande dans ce cas de recourir à des expertises indépendantes afin de déterminer une évaluation du prix de marché.
- (245) Or, le FSIH n'a recouru à aucune expertise de cette nature. La Belgique considère à cet égard que la réalisation d'un rapport de valorisation était aussi inutile qu'un appel d'offres «au vu de l'implication active et effective du FSIH dans Farrell depuis son entrée dans le capital en 2003 et sa parfaite connaissance du secteur sidérurgique»<sup>(22)</sup>.
- (246) La Commission constate donc que les deux méthodes utilisées habituellement par elle pour déterminer un prix de marché, à savoir l'appel d'offres ou l'expertise indépendante, n'ont pas été mises en œuvre par la Région wallonne.
- (247) Lorsqu'un État membre soutient qu'une opération économique satisfait au critère de l'investisseur privé en économie de marché, il est tenu de fournir des éléments faisant apparaître que la décision de procéder à l'opération a été prise, à l'époque, sur la base d'évaluations économiques comparables à celles que, dans des circonstances similaires, un opérateur privé rationnel aurait fait établir aux fins de déterminer l'avantage économique en découlant.
- (248) Il ressort en effet ce qui suit de l'arrêt EDF<sup>(23)</sup>:
- «83. Ces éléments doivent faire apparaître clairement que l'État membre concerné a pris, préalablement ou simultanément à l'octroi de l'avantage économique [...], la décision de procéder, par la mesure effectivement mise en œuvre, à un investissement dans l'entreprise publique contrôlée.
84. Peuvent notamment être requis, à cet égard, des éléments faisant apparaître que cette décision est fondée sur des évaluations économiques comparables à celles que, dans les circonstances de l'espèce, un investisseur privé rationnel se trouvant dans une situation la plus proche possible de celle dudit État membre aurait fait établir, avant de procéder audit investissement, aux fins de déterminer la rentabilité future d'un tel investissement.
85. En revanche, des évaluations économiques établies après l'octroi dudit avantage, le constat rétrospectif de la rentabilité effective de l'investissement réalisé par l'État membre concerné ou des justifications ultérieures du choix du procédé effectivement retenu ne sauraient suffire à établir que cet État membre a pris, préalablement ou simultanément à cet octroi, une telle décision en sa qualité d'actionnaire [...].»
- (249) Pourtant, la Commission note que les méthodes de valorisation produites par la Belgique et par [...] sont des études postérieures à la mise en œuvre de la mesure sous examen. Elles n'ont été réalisées que pour répondre aux doutes énoncés par la Commission dans la décision d'ouverture, soit bien après les faits en cause.
- (250) À cet égard, la Commission relève dans les observations de [...] <sup>(24)</sup> que, lorsque cette dernière a demandé à KPMG de reconstituer a posteriori la valorisation de Duferco US, KPMG a dû écarter l'approche par les revenus, en l'absence de tout plan d'affaires qui aurait été préparé à l'époque par Duferco US.

<sup>(20)</sup> Note de bas de page n° 2 des observations de la Belgique relatives à la décision d'ouverture du 11 décembre 2013.

<sup>(21)</sup> Jugement du Tribunal du 28 février 2012, Land Burgenland/Commission, T-268/08 et T-281/08, EU:T:2012:90, point 72.

<sup>(22)</sup> Observations de la Belgique du 11 décembre 2013, point 32.

<sup>(23)</sup> Arrêt de la Cour de justice du 5 juin 2012, Commission/EDF, C-124/10 P, EU:C:2012:318, points 83-85.

<sup>(24)</sup> Observations de [...], point 42, p. 12.

- (251) La Commission a demandé à trois reprises tout document antérieur faisant apparaître l'existence de travaux préliminaires à la décision du FSIH <sup>(25)</sup>. La Belgique a répondu que depuis 2003, date d'entrée du FSIH dans le capital de Duferco US, trois administrateurs représentant le FSIH étaient présents dans les conseils d'administration de Duferco US et de Farrell, et étaient impliqués dans la gestion de ces sociétés. De nombreux rapports auraient été échangés entre les actionnaires de Duferco US <sup>(26)</sup>. La Belgique a ainsi communiqué deux exemples de rapports datés d'août 2004 et de mars 2005. Ces rapports sont des comptes rendus de quelques pages de deux visites auprès de Farrell, effectuées par des représentants du FSIH. La Commission considère qu'ils ne permettent nullement de définir la valorisation de la participation du FSIH dans Duferco US. La Belgique considère que ces experts de la sidérurgie étaient en mesure d'évaluer eux-mêmes la situation de l'entreprise <sup>(27)</sup>. La Commission note cependant que la Belgique n'a produit aucune note, correspondance ou autres documents relatant les échanges qu'ont pu avoir ces experts de la sidérurgie avec le groupe Duferco pour déterminer le prix de la participation du FSIH dans Duferco US.
- (252) À la lumière de ces faits, des motifs de désengagement du FSIH et de la jurisprudence issue de l'arrêt *EDF*, la Commission conclut que le FSIH ne s'est pas comporté comme un investisseur privé en économie de marché lors de la cession de ses parts dans Duferco US.

### iii) Quantification de l'élément d'aide

- (253) La Commission a montré qu'en ne se comportant pas en investisseur privé, le FSIH a octroyé un avantage économique à DII, que ce dernier n'aurait pas obtenu dans des conditions normales de marché.
- (254) En l'absence de démonstration, par la Belgique, qu'une évaluation ex ante de Duferco US aurait conduit au prix de vente effectivement payé, la Commission a procédé à sa propre évaluation de la valorisation de Duferco US à hauteur de 49,99 % (part détenue par le FSIH).
- (255) Tout d'abord, la Commission refuse d'exclure complètement la méthode d'évaluation par les fonds propres, utilisée dans la décision d'ouverture. Cependant et afin de tenir compte des remarques de la Belgique relatives aux limites intrinsèques de cette méthode, la Commission ne l'utilisera qu'à titre de vérification.

Tableau n° 1

#### Fonds propres et résultats nets de Duferco US (milliers USD)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Fonds propres	51 912	129 686	115 795	140 577
Résultat net	- 6 596	77 716	- 13 891	24 782

Tableau n° 2

#### Fonds propres et résultats nets de Farrell (milliers USD)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Fonds propres	78 721	157 370	134 150	139 402
Résultat net	- 7 034	78 591	- 13 279	25 458

- (256) De ces données, il résulte simplement qu'une méthode de valorisation fondée sur la valeur des fonds propres aboutit incontestablement à une valeur plus élevée en 2006 qu'en 2003.
- (257) La Commission a toutefois estimé la valeur de la participation du FSIH dans Duferco US selon la méthode préconisée par la Belgique: celle du multiple d'EBITDA. Cette méthode requiert d'estimer i) l'EBITDA pour 2006 (année de la cession) et ii) un multiple à lui appliquer, à partir de sociétés comparables.

<sup>(25)</sup> Demande d'information des 29 novembre 2011, 29 juin 2012 et 27 janvier 2015.

<sup>(26)</sup> Réponse de la Belgique du 4 juin 2013.

<sup>(27)</sup> Réponse de la Belgique du 28 septembre 2012.

- (258) La Belgique préconisait de se baser sur un EBITDA compris entre 25 et 42 millions d'EUR pour 2006. Selon les comptes consolidés de Duferco US au 30 septembre 2006 <sup>(28)</sup>, l'EBITDA s'est en réalité élevé à 52,25 millions USD (résultat d'exploitation: 45,97 + dépréciation et amortissements: 6,28). L'essentiel de ce bon résultat aurait dû être déjà connu au 14 juin 2006, puisqu'il ne restait que deux mois et demi avant la clôture de l'exercice. La Commission considère donc que la fourchette préconisée par la Belgique est injustement basse. Elle note en outre que l'étude postérieure réalisée par KPMG retient un EBITDA «prévisionnel» pour l'exercice 2006 de 42 millions USD. La confrontation de ces différents éléments conduit la Commission à retenir qu'une valeur d'EBITDA de 47,12 millions USD <sup>(29)</sup> aurait pu être anticipée de façon réaliste dans le courant de 2006.
- (259) L'estimation de la Commission est confortée par les éléments qui suivent. Le 12 juin 2006, dans une note <sup>(30)</sup> pour son conseil d'administration du 14 juin, le FSIH prévoyait un résultat stabilisé de «20 à 25 millions USD» pour 2006 et les années à venir. Cela confirme tout d'abord que le FSIH avait une certaine visibilité sur la situation financière de la société. Mais cela fournit surtout une bonne indication du niveau d'EBITDA qui pouvait être escompté ex ante. La reconstitution comptable et financière réalisée par KPMG en 2014 conclut en effet qu'un résultat net de 20,3 millions d'EUR va de pair avec un EBITDA de 42,3 millions d'EUR. Si l'on retient ce ratio EBITDA/résultat net de 2,09 et qu'on l'applique à un résultat net prévisionnel de 22,5 millions d'EUR (moyenne arithmétique de la fourchette anticipée par le FSIH dans sa note au conseil d'administration), alors on obtient un EBITDA prévisionnel pour 2006 de 47 millions d'EUR — un montant très proche des 47,12 millions d'EUR estimés par la Commission dans le considérant précédent.
- (260) S'agissant du multiple à appliquer, la Commission reprend celui tiré de la méthodologie suivie par Hatch Beddows lors de l'évaluation de Duferco US réalisée en 2003, soit un multiple de [...]. Cette étude constitue en effet la seule analyse ex ante disponible lors de la cession.
- (261) Il en résulte que la valeur de la participation du FSIH dans Duferco US s'établirait à [...] millions USD <sup>(31)</sup>. Le montant d'aide correspond à la différence entre cette évaluation et le prix de cession de [...] millions USD arrêté en 2006, soit 15,24 millions USD.
- (262) À ce montant doit s'ajouter la valeur de l'option d'achat, soit [...] million USD telle qu'estimée ex post par KPMG. Le montant total de l'aide reçue par DII s'élève par conséquent à 15,34 millions USD, soit en principe 11,58 millions d'EUR <sup>(32)</sup>.
- (263) La Commission observe que le montant d'aide ainsi estimé confirme que le prix de vente de la participation du FSIH dans Duferco US ne correspond pas à celui qu'un investisseur privé opérant dans des conditions normales de marché aurait pu attendre.

#### 7.1.4.2. **Mesure 2**

##### i) **Sur les justifications relatives au désengagement du FSIH**

- (264) Dans ses observations, la Belgique a justifié le désengagement du FSIH dans DPH par les facteurs suivants: cyclicité du secteur, entrée et influence de nouveaux investisseurs privés dans le groupe Duferco ([...] et NLMK), disponibilité de liquidités au sein du groupe Duferco.
- (265) Si le dernier facteur ne fait pas de doute, la Commission conteste en revanche que les deux premiers facteurs aient joué un rôle décisif. En effet, aucune de ces deux raisons ne figure dans le procès-verbal du conseil d'administration du 14 juin 2006 du FSIH <sup>(33)</sup>, qui traite de la cession des parts de DPH. En revanche, le procès-verbal fait état d'une autre motivation plus pressante: un besoin de liquidités urgent de la part du FSIH.

«À la fin de l'année 2005, F.S.I.H. a été confrontée à des besoins importants de cash pour financer des projets urgents.

À la même époque, le Groupe Duferco a eu l'opportunité de vendre son unité industrielle située en Russie.

F.S.I.H a profité de cette opportunité pour demander à [la société qui à cette époque contrôlait DPH] de lui racheter ses parts dans D.P.H.»

<sup>(28)</sup> Annexe 1 de la réponse de la Belgique du 28 septembre 2012, p. 24 et 6.

<sup>(29)</sup> Cette valeur correspond à la moyenne arithmétique de l'estimation ex post de l'EBITDA 2006 par KPMG, et de l'EBITDA effectivement réalisé en 2006.

<sup>(30)</sup> Annexe de la réponse de la Belgique du 25 septembre 2015, p. 2.

<sup>(31)</sup> [...] × 49,9 % de participation du FSIH.

<sup>(32)</sup> Taux de change USD/EUR au 12 décembre 2006, soit 0,7550.

<sup>(33)</sup> Annexe 4 de la réponse de la Belgique du 8 avril 2015, page 6 «Opération projetée».

- (266) Il faut rappeler que le FSIH avait été doté de 180 millions d'EUR par la SOGEPa lors de sa création. À la fin de l'année 2005, cette somme était presque entièrement immobilisée: 95 millions d'EUR avaient été investis dans Duferco US et 80 millions d'EUR dans DPH. Or, le FSIH souhaitait en 2006 soutenir d'autres projets, jugés sans doute davantage prioritaires du point de vue de la puissance publique wallonne. Parmi ces projets figurait le reconditionnement du haut fourneau et de la cokerie de Carsid, «projet stratégique pour l'avenir de la sidérurgie dans le bassin carolorégien [et] qui rentrait très certainement dans l'objet de la SOGEPa» <sup>(34)</sup>.
- (267) À la lumière de ces motifs, il apparaît que ce sont des considérations principalement politiques et sociales qui ont décidé le FSIH à céder sa participation dans DPH: le FSIH devait retrouver des liquidités pour pouvoir continuer de soutenir la sidérurgie en Wallonie. En agissant de la sorte, le FSIH n'avait pas à l'esprit de valoriser sa participation à son maximum. Au contraire, la société wallonne s'est mise en position de faiblesse pour négocier avec Duferco sa sortie de DPH.

## ii) Sur le comportement du FSIH en investisseur privé

- (268) Dans ce contexte, [la société qui à cette époque contrôlait DPH] avait toute latitude pour faire une offre de rachat agressive. C'est alors que le FSIH a diligenté une étude indépendante pour valider l'offre de [la société qui à cette époque contrôlait DPH], comme il ressort du procès-verbal du conseil d'administration du 14 juin 2006 du FSIH <sup>(35)</sup>:

«Afin de valider le prix proposé pour la transaction, FSIH a fait procéder à une valorisation du Groupe par la société Ernst & Young.»

- (269) Lorsqu'un organisme public vend un bien à une personne privée, il doit être déterminé si le prix de cession équivaut à un prix de marché en ce qu'il correspond à celui qui aurait pu être obtenu par l'acquéreur à des conditions de marché. Pour cela, l'organisme public doit recourir soit à une procédure d'appel d'offres ouverte, transparente et inconditionnelle, soit à défaut à une expertise indépendante.
- (270) La Commission ne nie pas que le FSIH se soit comporté en investisseur privé au moment où il a diligenté l'étude indépendante d'Ernst & Young. Néanmoins, elle constate que malgré des demandes en ce sens <sup>(36)</sup>, la Belgique n'a pas su lui fournir de preuve attestant que les conclusions de cette étude ont effectivement été prises en compte au moment de la négociation entre les parties. Il apparaît au contraire que, pressé de céder sa participation, le FSIH a laissé à [la société qui à cette époque contrôlait DPH] l'initiative de proposer un prix, qui a été accepté sans que les éléments de l'expertise ultérieure ne soient mobilisés dans la négociation. Dès lors, la Commission soutient que le rapport Ernst & Young 2006 n'a pas été utilisé à la manière d'un investisseur privé en économie de marché, et n'a servi en somme qu'à donner à une négociation déjà pratiquement conclue, les apparences d'une transaction de marché.
- (271) Au vu de ce qui se précède, il apparaît que les «décotes» longuement argumentées par la Belgique n'ont pas été débattues — ou du moins suffisamment débattues — en tant que telles avec [la société qui à cette époque contrôlait DPH] à l'époque des négociations. Elles apparaissent au contraire comme la mise en forme ex post, de justifications partiellement invoquées en interne par le FSIH pour se convaincre du bien-fondé du prix proposé par [la société qui à cette époque contrôlait DPH].
- (272) La Commission remarque en outre que, pour critiquables que soient, d'après la Belgique, les résultats du rapport Ernst & Young 2006, la Région wallonne n'a pas jugé nécessaire de solliciter une expertise contradictoire comme elle l'avait pourtant fait en 2003 lors de son entrée dans Duferco US. Or, des discussions aussi techniques et importantes que celles invoquées par la Belgique sur les décotes prétendument négociées entre le FSIH et [la société qui à cette époque contrôlait DPH], auraient justifié en toute hypothèse une contre-expertise.
- (273) Pour ces raisons, la Commission juge qu'elle n'a pas à commenter les «décotes» point par point, le comportement du FSIH n'ayant de toute façon pas été celui d'un investisseur privé en économie de marché. La Commission conclut qu'en vendant sa participation pour [...] millions USD, le FSIH a conféré à [la société qui à cette époque contrôlait DPH] un avantage économique qu'elle n'aurait pas pu obtenir dans des conditions normales de marché.

<sup>(34)</sup> Réponse de la Belgique du 15 septembre 2015, page 2.

<sup>(35)</sup> Annexe 4 de la réponse de la Belgique du 8 avril 2015, page 7 «Justification du prix».

<sup>(36)</sup> Demande d'information du 15 septembre 2015.

**iii) Quantification de l'élément d'aide**

- (274) La seule expertise indépendante de l'époque indiquant un prix de marché entre [...] et [...] millions USD, l'élément d'aide en faveur de [la société qui à cette époque contrôlait DPH] présent dans cette mesure s'élève à la différence entre le bas de cette fourchette et le prix effectif de la transaction, soit 25,58 millions USD [ou 20,36 millions d'EUR <sup>(37)</sup>].

**7.1.4.3. Mesure 3****i) Sur le caractère *pari passu* de l'opération**

- (275) La conformité d'une opération avec le principe de l'investisseur privé en économie de marché est réputée respectée s'il peut être prouvé que ladite opération s'est faite *pari passu* entre les investisseurs public et privé.
- (276) La Belgique soutient que l'investissement du FSIH dans DSIH est *pari passu* avec celui de Duferco Développement étant donné que i) les risques sont les mêmes pour le FSIH et Duferco Développement (DSIH n'appartenant ni au groupe Duferco ni au FSIH avant leur prise de participation conjointe), que ii) les montants apportés sont identiques et que iii) les interventions sont concomitantes.
- (277) [...] confirme les arguments défendus par la Belgique.
- (278) La Commission ne conteste pas la concomitance dans le temps des opérations. En revanche, elle réfute les deux premiers arguments de la Belgique et par conséquent estime que la prise de participation du FSIH n'est pas *pari passu* avec celle de Duferco Développement.
- (279) Bien que DSIH ait formellement été constituée à l'extérieur du groupe Duferco, la Commission note en effet que DSIH a servi de simple véhicule à Duferco pour acquérir conjointement avec le FSIH une société, Carsid Développement, dont il possédait l'intégralité du capital dans le cadre de SIF. Pour mémoire, Duferco est l'actionnaire unique de SIF jusqu'au 18 décembre 2012, date de l'achat par NLMK de 50 % de la holding luxembourgeoise.
- (280) Par conséquent, le groupe Duferco a versé [...] millions d'EUR pour acquérir Carsid Développement par l'intermédiaire de DSIH, et a perçu [...] millions d'EUR de la vente de Carsid Développement au travers de sa filiale SIF. Cette opération, qui ne constitue en réalité qu'un simple transfert de filiales, est bénéficiaire pour le groupe Duferco alors qu'elle représente un décaissement de [...] millions d'EUR pour le FSIH.
- (281) La Commission conclut qu'à prise de participation égale, le FSIH a apporté [...] millions d'EUR en espèces à une filiale du groupe Duferco, tandis que ce dernier recevait [...] millions d'EUR en net sans avoir à assumer de risque nouveau. Dans ces conditions, il ne peut être soutenu que cet investissement était *pari passu*.

**ii) Sur le comportement du FSIH en investisseur privé**

- (282) Au-delà du caractère non *pari passu* de l'opération, la Commission expose les raisons qui lui permettent de conclure sans équivoque à la non-conformité de l'opération au principe de l'investisseur privé en économie de marché. Ces raisons sont liées à la façon dont le FSIH a évalué sa prise de participation dans DSIH, s'agissant notamment i) des éléments d'actif et de passif détenus par Carsid Développement, et ii) de la valorisation du projet [...].
- (283) Carsid Développement naît en 2006 de la scission partielle de sa maison-mère Carsid, qui apporte à la société nouvellement créée un certain nombre d'actifs en nature. Cet apport a été évalué par KPMG le 14 novembre 2006 <sup>(38)</sup>. Le rapport de KPMG (le «rapport KPMG 2006») fait état d'un apport d'actifs à hauteur de [...] millions d'EUR, constitués à plus de 99 % par des créances commerciales envers Duferco La Louvière Sales, et d'un apport de passif d'un montant similaire ([...] millions d'EUR) correspondant à une provision pour risques environnementaux destinée à couvrir les coûts d'assainissement non encore engagés du site de Carsid.
- (284) Le FSIH a bien pris en compte les [...] millions d'EUR de créances commerciales dans sa valorisation de Carsid Développement (et donc de DSIH) <sup>(39)</sup>. En revanche, et malgré une demande de la Commission en ce sens <sup>(40)</sup>, la Belgique n'a pas fourni de preuve convaincante de la prise en compte du passif de Carsid Développement dans la valorisation de DSIH par le FSIH. La Belgique prétend en effet que ce passif ne correspondait en réalité à aucune obligation légale, la réglementation relative aux sols pollués applicable en Wallonie ne datant que de 2008. Un assainissement n'aurait dû être entrepris que dans la perspective d'une valorisation ultérieure du terrain. Or, dans

<sup>(37)</sup> Taux de change USD/EUR au 14 juin 2006, soit 0,7959.

<sup>(38)</sup> Annexe 20 de la réponse de la Belgique du 5 janvier 2012.

<sup>(39)</sup> Voir par exemple la réponse de la Belgique du 11 décembre 2013, point 86.

<sup>(40)</sup> Demande d'information du 15 septembre 2015.

cette dernière hypothèse, les coûts d'assainissement auraient été parfaitement compensés par la valeur du terrain assaini, prétendument établie par les parties à [...] millions d'EUR. Il n'y aurait donc pas eu matière à valoriser la provision environnementale pourtant inscrite dans les comptes. La Commission constate que la Belgique n'a produit devant la Commission aucune preuve de ces discussions, ni aucune expertise attestant de la valeur des terrains assainis. Elle conclut donc que ce passif n'a pas été pris en compte de manière satisfaisante lors de la valorisation de Carsid Développement par le FSIH.

- (285) S'agissant du projet [...], la région prétend que le FSIH aurait fondé son analyse sur des éléments objectifs de coût, recensés dans une étude indépendante commanditée en 2006 par Duferco à une entreprise spécialisée dans la réhabilitation de friches industrielles et de décharges (la «SPAQuE»), et sur des évaluations de la valeur marchande des terrains dépollués.
- (286) La Commission reconnaît la pertinence des éléments de coût, établis à l'époque par un expert indépendant. En revanche, elle observe que la valeur marchande des terrains dépollués n'a fait l'objet d'aucune étude indépendante ex ante. La Belgique justifie le chiffre avancé de [...] millions d'EUR par une étude de l'expert Galtier réalisée en 2010, soit quatre ans après la mesure sous examen.
- (287) La Commission note que l'étude indépendante de la SPAQuE proposait pourtant en 2006 une évaluation des recettes pouvant être tirées de la vente des terrains dépollués<sup>(41)</sup>. Dans aucun des scénarii envisagés par la SPAQuE, les recettes ne dépassaient [...] millions d'EUR. Sur la base de ces données d'époque, il semble donc impossible de justifier la valeur de [...] millions d'EUR payée par le FSIH.
- (288) Enfin, et quand bien même l'on accepterait la projection de [...] millions d'EUR défendue par la Belgique, la Commission constate qu'il n'est pas commun, pour un investisseur privé en économie de marché, de valoriser un projet par la somme non actualisée de ses coûts et de ses bénéfices escomptés. Un investisseur privé en économie de marché ne valorise en effet pas de la même façon des bénéfices qui ne se matérialiseront que lointainement dans le futur, et des dépenses devant être engagées prochainement.
- (289) La Commission note que de telles erreurs d'appréciation ne se seraient pas produites si un exercice complet et unifié de valorisation de Carsid Développement avait été entrepris à l'époque. La Commission constate donc que le FSIH n'a pas procédé, ex ante, à une évaluation économique du type de celles exigées par un investisseur privé en économie de marché.
- (290) À la lumière de ce qui précède et de la jurisprudence EDF déjà évoquée au considérant 248, la Commission conclut que le FSIH ne s'est pas comporté comme un investisseur privé en économie de marché et, ce faisant, a conféré un avantage économique à DSIH dans des conditions qui ne sont pas de marché.

### iii) Quantification de l'élément d'aide

- (291) La cession par DSIH de ses activités n'ayant donné lieu qu'à une créance, non encaissée et détenue aujourd'hui par Duferco Wallonie, la Commission considère que le montant de l'aide accordée à DSIH est égal au montant total de la prise de participation du FSIH, soit [...] millions d'EUR.

#### 7.1.4.4. Mesures 4 et 5

##### i) Le caractère inadapté d'une approche comparative

- (292) La Commission considère qu'afin d'apprécier si un prêt comporte un élément d'aide, il convient de déterminer si l'entreprise bénéficiaire était en mesure d'obtenir les sommes en cause à des conditions similaires sur le marché des capitaux<sup>(42)</sup>. Pour en juger, la Commission peut adopter une approche comparative et évaluer les prêts sous examen à l'aune d'opérations de marché qu'elle estimerait comparables. C'est dans ce cadre que la Commission a demandé à la Belgique d'indiquer si [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] et SIF avaient obtenu en 2009 des prêts comparables auprès d'établissements financiers autres que le FSIH et, dans l'affirmative, à quelles conditions.
- (293) La Belgique a produit devant la Commission des tableaux recensant un certain nombre de prêts accordés à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] et à SIF.

<sup>(41)</sup> Annexe 6 de la réponse de la Belgique du 4 juin 2013, tableau récapitulatif des coûts et recettes.

<sup>(42)</sup> Jugement du Tribunal du 30 avril 1998, Cityflyer Express/Commission, T-16/96, EU:T:1998:78, point 51.

- (294) S'agissant d'[la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là], la Belgique a précisé qu'en sa qualité d'holding non opérationnelle, [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] n'a jamais eu besoin de recourir à l'emprunt bancaire de sorte qu'il est impossible de comparer ces deux taux avec le taux effectivement appliqué par des banques à cette société particulière. Pour [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là], les points de comparaison fournis par la Belgique concernent donc tous des filiales de la société.
- (295) Pour [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] comme pour SIF, la Commission avait déjà constaté dans sa décision d'ouverture <sup>(43)</sup> que les tableaux comportaient des prêts qui n'étaient pas comparables avec ceux dont il est question ici: maturités différentes (en général, plus courte que celles des deux prêts en question), montants différents (beaucoup moins élevés que les deux prêts), nature différente (les tableaux comprennent par exemple des prêts renouvelables d'un an et des autorisations de découvert) et enfin, nature des sûretés différentes (hypothèques sur des immeubles ou autres actifs corporels).
- (296) La Belgique a reproché à la Commission de ne pas avoir suffisamment motivé son refus de retenir les prêts produits comme éléments valides de comparaison. Les critères d'analyse retenus par la Commission ne seraient en effet pas admissibles puisque, selon la Belgique <sup>(44)</sup>, le taux d'intérêt n'est fonction i) ni de la maturité du prêt, ii) ni de la nature du prêt, iii) ni du montant du prêt.
- (297) Contrairement aux allégations de la Belgique, la Commission constate qu'il est communément admis dans les milieux financiers que la maturité d'un prêt a sans conteste une influence sur la détermination de sa rémunération. Ainsi, la Banque centrale européenne a représenté dans un graphique <sup>(45)</sup> la relation entre le taux de rémunération d'un prêt et sa maturité. Il résulte très clairement de la courbe que la rémunération augmente en fonction de la maturité du prêt et notamment les dix premières années. Cette constatation découle également de la jurisprudence du Tribunal de l'Union européenne. Dans l'affaire Arbel Fauvet <sup>(46)</sup>, le Tribunal a confirmé l'analyse de la Commission selon laquelle les conditions de rémunération d'un crédit à court terme et d'un crédit à long terme ne peuvent être similaires:
- «En effet, l'augmentation du découvert sur le compte courant accordée par une banque privée est un crédit à très court terme, contrairement aux avances litigieuses qui portent sur trois ans, qui ne fait donc pas l'objet des mêmes analyses de risque de la part des créanciers. Le fait qu'un débiteur puisse obtenir un crédit à court terme ne permet donc pas de juger de ses possibilités d'obtenir un prêt à plus longue échéance, dont le remboursement dépendra de sa capacité de survie.»
- (298) La Commission considère que la nature du prêt influence également sa rémunération. Le risque relatif au projet de financement d'un besoin en fonds de roulement ne peut être rémunéré de la même façon que celui d'un projet d'investissement en capital. Le niveau de risque étant différent selon la nature du projet à financer, sa rémunération est nécessairement adaptée en conséquence.
- (299) Pour ces raisons, la Commission ne reçoit pas l'objection formulée par la Belgique, et confirme son refus d'appliquer une approche comparative sur la base des prêts produits par la Belgique.
- (300) Suite au refus de la Commission d'examiner les prêts produits par la Belgique, [...] et SIF ont souhaité porter d'autres prêts à la connaissance de la Commission.
- (301) [...] a ainsi produit un tableau recensant 19 prêts multidevises de montants plus élevés que ceux listés par la Belgique. Sur ces 19 prêts, la Commission constate qu'un seul a été octroyé en 2009. Il concerne en l'espèce une facilité de paiement qui pouvait être mobilisée sur des durées de l'ordre du mois (le prêt FSIH ayant, lui, été conclu pour six ans). La plupart des autres prêts ont été octroyés entre 2003 et 2008, soit avant le déclenchement de la crise financière et à une période au cours de laquelle le marché de l'acier était toujours en croissance. Du fait même de ces différences substantielles, la Commission estime que les 19 prêts présentés par [...] ne sont pas de bons éléments de comparaison pour le prêt FSIH.
- (302) S'agissant de SIF, la Commission juge que les deux prêts portés à la connaissance de la Commission ne sont pas pertinents. Il s'agit certes de deux prêts à long terme. Toutefois, ces prêts étaient tous deux assortis de sûretés importantes: i) des sûretés de la part de DPH et NLMK; ii) pour le prêt Rabobank: [...]; iii) pour le prêt Sumitomo: une garantie de [...]. Le prêt accordé par le FSIH n'est, lui, assuré par aucune garantie. En outre, les prêts présentés par SIF étaient [...], alors que le prêt accordé par le FSIH est [...]. Il ressort de ces éléments que le prêt accordé par le FSIH était plus risqué que les prêts mentionnés par SIF. Partant, ces prêts ne peuvent servir d'éléments de comparaison.

<sup>(43)</sup> Point 167.

<sup>(44)</sup> Réponse de la Belgique du 11 décembre 2013, points 255-279.

<sup>(45)</sup> <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>

<sup>(46)</sup> Jugement du Tribunal du 12 mai 2011, Région Nord-Pas-de-Calais/Commission, T-267/08 et T-279/08, EU:T:2011:209, point 161.

(303) À la lumière de ce qui précède, la Commission conclut que les exemples de prêts produits par la Belgique, par [...] et par SIF ne sont pas comparables aux deux prêts sous examen. La méthode comparative est donc peu concluante en l'espèce.

ii) **Analyse des prêts à l'aune de la communication sur les taux de référence de 2008**

(304) Pour les cas où il est difficile ou impossible d'identifier des opérations comparables sur le marché, la Commission a élaboré des indicateurs servant à déterminer si des prêts contiennent des éléments d'aide. Pour les prêts, la méthodologie permettant de calculer un taux de référence qui tiendrait lieu de prix de marché est décrite dans la communication sur les taux de référence de 2008. Cette méthodologie se fonde sur deux paramètres fondamentaux: la marge d'intérêt et le niveau des sûretés.

(305) La Commission souhaite en premier lieu appliquer cette méthodologie au prêt consenti à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là].

(306) La Belgique fait valoir que [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] pouvait justifier d'une notation AAA au moment de l'octroi du prêt par le FSIH. Sur la base d'un tableau recensant une quarantaine de prêts en euros détenus en 2009 par Duferco <sup>(47)</sup>, la Belgique argumente en effet que les marges appliquées par les banques commerciales à Duferco reflèteraient une notation AAA assortie de sûretés élevées, si l'on en croit la communication sur les taux de référence de 2008. Si ladite communication est le reflet fidèle du marché, il faudrait en déduire que Duferco pouvait prétendre à une notation AAA.

(307) La Commission réfute cet argument. Les prêts recensés dans le tableau produit par la Belgique présentent une marge généralement comprise entre 70 et 150 points de base. Un nombre important de ces prêts a été négocié à 100 points de base. Or, puisque la Belgique semble affirmer que Duferco assortit ses prêts de sûretés élevées, la communication sur les taux de référence de 2008 nous indique qu'une marge de 100 points de base correspond à une notation BB pour ce niveau de sûretés. Dès lors, le raisonnement de la Belgique aboutirait tout au plus à attribuer à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] la notation BB.

(308) Cette estimation de la notation financière de [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] est confirmée par une comparaison avec les notations des principaux groupes sidérurgiques mondiaux en 2009. Tout d'abord, aucun groupe sidérurgique au niveau mondial, quelle que soit l'agence de notation, n'a été noté AAA en 2009. La Belgique ne conteste d'ailleurs pas ce constat. Sur la dizaine des principaux groupes sidérurgiques mondiaux ayant fait l'objet d'une notation en 2009 <sup>(48)</sup>, la Commission constate que seuls deux d'entre eux étaient notés A et A-, trois se trouvaient dans la catégorie BBB et quatre appartenaient à la catégorie BB. La Commission en déduit que le groupe Duferco pouvait difficilement justifier d'une notation équivalente à AAA en 2009, et que la notation «BB» qui résulte de l'approche proposée par la Belgique semble être en ligne avec celle de plusieurs autres groupes sidérurgiques — c'est même la notation la plus fréquemment constatée en 2009.

(309) Quant à la valeur des sûretés, la Commission ne partage pas l'opinion de la Belgique, selon laquelle les sûretés relatives au prêt octroyé à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] seraient très solides. Pour mémoire, ces sûretés sont constituées d'un gage sur 15 % des actions de DPH et de l'assurance d'un remboursement en priorité à l'échéance d'une créance future mais presque certaine de [...] millions USD.

(310) S'agissant tout d'abord du gage sur 15 % des actions de DPH, la Commission note que, enregistrée à [...], DPH est une société non cotée dont les actions sont donc par définition peu liquides. Or, la valeur d'une sûreté s'apprécie en fonction de son degré de liquidité en cas de défaillance de l'emprunteur, c'est-à-dire de son caractère vendable à court terme et sans perte de valeur. Par ailleurs, comme pour toute action ordinaire, la valeur des actions de DPH demeure variable, ce qui est problématique pour garantir un prêt à long terme remboursable intégralement in fine. Enfin, la Belgique argue que la Commission aurait mis en exergue la solidité financière de DPH au point 148 de la décision d'ouverture (augmentation des fonds propres et du résultat net). La Commission précise que cette constatation valait pour la période de 2003 à 2006, et non pour l'année 2009. Le rapport annuel 2009 de Duferco souligne au contraire la chute drastique des ventes, presque de moitié par rapport à 2008, et une perte consolidée d'environ [...] millions USD. Par conséquent, la Commission considère que cette sûreté ne peut être qualifiée de normale, mais doit être au contraire être qualifiée de basse.

(311) S'agissant ensuite de la créance de [...] millions USD, la Commission rappelle que selon l'article 3 de la convention de prêt, [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] devait rembourser le prêt le 31 décembre 2015 ou plus tôt en cas de changement de contrôle de SIF selon la convention du 1<sup>er</sup> septembre 2008 conclue entre DII et NLMK. Dans ce dernier cas, l'article 6.1 de la convention précise qu'[la société qui était

<sup>(47)</sup> Annexe 13 de la réponse de la Belgique du 4 juin 2013.

<sup>(48)</sup> ArcelorMittal, Nippon Steel&Sumitomo Metal Corporation, Tata Steel Limited, Nucor Corporation, United States Steel Corp., ThyssenKrupp AG, PAO Severstal, NLMK, Kobe Steel Ltd (notation Standard&Poors).

à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] s'engageait à allouer en priorité, et avant tout autre paiement ou remboursement de dettes de toute nature, les sommes nécessaires au remboursement dû au titre de la convention de prêt. L'article 6.2 stipule également qu'[la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] s'engage à ce que DII retarde l'exercice de son option de vente jusqu'au 18 décembre 2012 et/ou jusqu'à la réalisation des investissements mentionnés en annexe.

- (312) La Commission précise que la valeur d'une sûreté s'apprécie en fonction de sa capacité de réalisation. Or en l'espèce, la créance de Duferco ne peut être considérée comme certaine au moment de la signature de la convention de prêt, puisque DII s'est engagée à ne pas exercer son option avant le 18 décembre 2012. Jusqu'à cette date, en cas de défaut d'[la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là], la sûreté n'a aucune valeur. Cependant, la Commission reconnaît qu'en raison du contexte de l'époque, le retrait de Duferco de SIF était fortement probable. Sa probabilité de réalisation et, de facto, sa qualité augmentaient dans le temps, et ce d'autant plus que Duferco s'était engagée à utiliser prioritairement la créance devenue certaine au remboursement du prêt octroyé par le FSIH. Par conséquent, la Commission est d'avis de suivre la position de la Belgique quant à la qualification du niveau normal de la sûreté.
- (313) La Commission conclut au sujet d'[la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] qu'il faut appliquer à l'entreprise une notation BB, et aux prêts en question un niveau de sûretés que l'on pourrait qualifier de normal dans le meilleur des cas. Sur la base de la communication sur les taux de référence de 2008, la marge aurait dû être de 220 points de base — un niveau bien supérieur aux 75 points de base consentis par le FSIH. Un avantage économique a donc été conféré à SIF dans des conditions qui ne sont pas de marché.
- (314) En second lieu, la Commission applique la communication sur les taux de référence de 2008 au prêt consenti à SIF.
- (315) La Commission observe qu'à l'instar de Duferco, l'entreprise conjointe SIF ne disposait pas de notation publique. En l'absence de notation ou d'autres éléments lui permettant d'approximer la notation financière de SIF, la Commission n'a eu d'autre choix que de se fonder, de manière prudente, sur la notation financière des maisons-mères.
- (316) Elle constate ainsi que la maison-mère NLMK était notée BBB- par Standard and Poor's, Ba1 par Moody's et BB+ par Fitch ratings (notations extraites du rapport annuel 2009 de NLMK). Ces notations correspondent, selon la communication sur les taux de référence de 2008, à la catégorie de «notation satisfaisante» (BB). La seconde maison-mère, Duferco, est également notée BB en vertu de l'estimation retenue par la Commission au considérant (313).
- (317) En tant que filiale de deux sociétés (NLMK et Duferco) notées BB d'après les estimations de la Commission, et compte tenu du contexte macroéconomique de 2009 particulièrement dur dans le secteur de l'acier, la Commission estime que la notation de SIF peut être prudemment et raisonnablement qualifiée de BB.
- (318) La Commission constate ensuite que le prêt a été accordé sans sûreté. SIF objecte qu'elle avait la capacité de fournir son propre cautionnement, voire celui de NLMK ou de Duferco: «Si aucune garantie ne lui a été demandée par le FSIH, c'est parce que sa situation financière à l'époque, son appartenance aux groupes NLMK/Duferco et la garantie offerte par NLMK en cas de changement de contrôle étaient de nature à rassurer FSIH quant à ses capacités de remboursement du prêt»<sup>(49)</sup>. SIF insiste sur la solidité de sa situation financière en 2008. Toutefois, le prêt octroyé par le FSIH courait sur [7-12] ans, avec remboursement in fine. En raison de ces deux caractéristiques, la Commission considère qu'un prêteur privé aurait exigé des garanties suffisantes et proportionnelles pour rémunérer son risque pendant [7-12], et ne se serait pas contenté des seuls résultats financiers de SIF sur l'exercice 2008 pour renoncer à toute sûreté. La Commission en conclut que le niveau des sûretés attachées au prêt est bas.
- (319) L'estimation de la notation financière de SIF (BB) et du niveau des sûretés (bas) attachées au prêt du FSIH, conduisent la Commission à considérer qu'une rémunération de 400 points de base aurait été requise à l'aune de la communication sur les taux de référence de 2008. Cette rémunération est bien supérieure aux 75 points de base négociés entre SIF et le FSIH. Un avantage économique ayant été conféré à SIF dans des conditions qui ne sont pas de marché, la Commission conclut à l'existence d'une aide.

<sup>(49)</sup> Paragraphe 28 des observations de SIF.

- (320) À la lumière de ce qui précède, la Commission estime qu'aucun prêteur privé n'aurait accepté d'accorder respectivement 100 et 75 millions d'EUR à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] et SIF, dans les conditions consenties par le FSIH. Le FSIH a donc accordé un avantage aux deux bénéficiaires des prêts en ne se comportant pas comme un prêteur privé, ce qui place ceux-ci dans une situation plus favorable que celle de leurs concurrents.

### iii) Estimation du montant d'aide

- (321) Le montant d'aide résulte de la différence entre les taux effectivement appliqués (1,99 %) et les taux qui découlent de l'application de la communication sur les taux de référence de 2008, soit 3,502 % (Euribor 12 mois + 220 points de base) pour [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] et 4,302 % (Euribor 12 mois + 400 points de base) pour SIF, appliqués à la période allant du jour où les prêts ont été consentis au jour où ils ont été remboursés de façon anticipée. Ainsi, le prêt à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] a été signé le 4 septembre 2009, pour un montant de 30 millions d'EUR, une durée de six ans en principe et un taux effectif de 2,04 % lors du décaissement, puis le montant a été augmenté de 70 millions d'EUR avec un taux effectif de 1,99 % lors du décaissement. Le remboursement anticipé est intervenu en juillet 2011. Le montant du prêt à SIF était de 75 millions d'EUR libéré en tranches de 20 millions d'EUR (septembre 2009) et de 55 millions d'EUR (décembre 2009), avec un taux d'intérêt effectif de 1,99 % pour les deux tranches. Des remboursements anticipés ont été convenus par tranches de principal et d'intérêt en juin 2011, puis en 2012 et 2013.
- (322) Sur une base de calcul d'actualisation simplifiée, à titre d'illustration, le montant d'aide s'élève donc approximativement à 2,08 millions d'EUR pour le prêt à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] et 10,41 millions d'EUR pour le prêt à SIF <sup>(50)</sup>.

#### 7.1.4.5. Mesure 6

##### i) Sur le caractère *pari passu* de l'opération

- (323) La conformité d'une opération avec le principe de l'investisseur privé en économie de marché est réputée exister s'il peut être prouvé que ladite opération s'est faite *pari passu* entre les investisseurs public et privé.
- (324) La Belgique avance que la prise de participation du FSIH est *pari passu* avec celle de DII aux motifs que les montants investis sont pratiquement identiques, que DLP n'appartenait pas au groupe Duferco au moment de l'investissement du FSIH et que le but de ces investissements était de racheter des actifs appartenant à SIF et non au groupe Duferco.
- (325) [...] confirme ces observations, et ajoute que DII n'a été en possession d'aucun autre document financier que ceux présentés par la Belgique afin d'examiner l'opportunité des investissements.
- (326) La Commission considère qu'à l'instar de DSIH (mesure 3), DLP n'est qu'un véhicule utilisé par les intéressés, le FSIH et DII, pour donner une apparence *pari passu* à la reprise par Duferco d'actifs lui appartenant déjà en partie. DLP a en effet été créée en mars 2011 par le FSIH et DII en tant que véhicule ad hoc pour accueillir les actifs belges de Duferco. Il s'agit notamment des actifs issus du démantèlement de SIF (détenue alors à 50 % par Duferco), et des actifs détenus en commun avec le FSIH au travers de DSIH.
- (327) Bien que la coquille DLP ait formellement été créée à l'extérieur du groupe Duferco, la Commission est d'avis que la concomitance dans le temps et la succession des cessions de participations entre les différentes filiales du groupe Duferco entre juin et juillet 2011 <sup>(51)</sup> démontrent la dépendance de DLP vis-à-vis de Duferco dès sa création.
- (328) De surcroît et plus fondamentalement, la Commission note qu'à l'issue de la mesure sous examen, la situation patrimoniale du groupe Duferco et les risques qui la sous-tendent ne changent quasiment pas. En effet, Duferco détient au travers de DLP i) 50,3 % d'actifs sidérurgiques qu'il détenait déjà auparavant à 50 % via SIF et

<sup>(50)</sup> L'estimation est faite en calculant les intérêts qui auraient été dus en application du taux de la communication sur les taux de référence de 2008 et en soustrayant les intérêts estimés sur la base du taux effectivement appliqué, en actualisant toute somme au taux indiqué dans ladite communication. Toutefois, le calcul d'intérêt et l'actualisation sont faits de façon approximative par rapport à des échéances temporelles simulées (notamment, durée en années au lieu du jour exact de remboursement, non prise en compte de remboursements partiels d'intérêts), qui ne tiennent donc pas compte du profil financier et de l'échéancier de remboursement effectifs.

<sup>(51)</sup> Voir en particulier le considérant 49 de la présente décision.

ii) 50,3 % d'actifs de diversification qu'il détenait déjà auparavant à 50 % via DSIH. À l'inverse, la situation patrimoniale du FSIH évolue sensiblement à l'issue de la mesure sous examen. Le FSIH acquiert en effet 49,7 % d'importants actifs sidérurgiques, situés à La Louvière et à Trebos, qui lui étaient auparavant étrangers.

(329) En termes d'engagements financiers, cette situation se traduit donc pour le groupe Duferco de la façon suivante:

- [...] millions d'EUR décaissés pour racheter certains actifs sidérurgiques de SIF via DLP,
- [...] millions d'EUR reçus au titre de la vente de ces mêmes actifs par SIF, alors filiale à 50 % de Duferco,
- [...] millions d'EUR de dette vis-à-vis de DSIH au travers de DLP, pour l'achat de Duferco Diversification,
- [...] millions d'EUR de créance vis-à-vis de DLP au travers de DSIH, pour la vente de Duferco Diversification.

(330) On obtient une contribution financière nette du groupe Duferco à hauteur de [...] millions d'EUR pour sa prise de participation dans DLP à hauteur de 50,3 %. Cette somme est sans commune mesure avec les 99,7 millions d'EUR <sup>(52)</sup> consentis par le FSIH pour devenir actionnaire à 49,7 % de DLP.

(331) Dans ces conditions, il ne peut être soutenu que cet investissement était *pari passu*.

#### ii) Sur le comportement du FSIH en investisseur privé

(332) La Commission expose à présent les raisons qui lui permettent, au-delà du caractère non *pari passu* de l'opération, de conclure à la non-conformité au principe de l'investisseur privé en économie de marché. Ces raisons sont liées à la façon dont le FSIH a évalué sa prise de participation dans DLP.

(333) Avant d'entrer dans le détail de ces évaluations, la Commission récuse une objection formulée par [...]. D'après [...], le fait que le FSIH n'ait pas eu accès à d'autres documents que DII (investisseur privé) à l'époque des faits, suffirait à prouver le caractère avisé de l'investissement du FSIH.

(334) Pour les raisons explicitées au considérant 329, l'opération sous examen était financièrement quasiment neutre pour le groupe Duferco. Dès lors, ce dernier n'était nullement incité à produire rapports et études détaillés: le prix des actifs rachetés par DLP n'avait que peu d'incidence sur sa trésorerie. Cela n'était pas le cas pour le FSIH, qui devait décaisser 49,7 % du prix fixé pour ces actifs. Par conséquent, il revenait au FSIH, et non à Duferco, de consentir tous les efforts possibles pour évaluer les actifs à leur juste valeur. Le fait que Duferco n'ait pas disposé d'autres documents que ceux produits par la Belgique, ne prouve en aucun cas que le FSIH se soit comporté comme un investisseur privé en économie de marché.

(335) S'agissant de la teneur de ces évaluations, la Commission rappelle qu'il convenait de valoriser quatre éléments: i) les actions de DLLPL, ii) les actions de Duferco Trebos, iii) les stocks rachetés à Duferco La Louvière Sales, et iv) le projet justifiant un investissement de [30-40] millions d'EUR dans DLLPL.

(336) La Commission juge que le rapport Galtier de mai 2011, transmis par la Belgique, ne fournit pas un exercice de valorisation rigoureux pour DLLPL. Il ne mentionne qu'une estimation de la juste valeur (*fair value*) des actifs corporels du site de La Louvière, et ne traite d'aucun élément de passif ni d'aucun plan d'affaires.

(337) L'expert Galtier a cependant fait savoir à la Commission, par l'intermédiaire de la Belgique, qu'il avait basé son estimation sur un plan d'affaire en bonne et due forme. La version synthétique de ce plan d'affaire, fournie par la Belgique <sup>(53)</sup>, est un court document ne comportant aucune date et ne mentionnant aucune hypothèse. La Commission n'a pas été destinataire de la version non synthétique du plan d'affaires, à supposer que celle-ci ait existé.

<sup>(52)</sup> La Commission a soustrait à l'augmentation de capital de 100 millions d'EUR, l'effet net sur le FSIH de la cession de Duferco Diversification à DLP (-0,3 million d'EUR).

<sup>(53)</sup> Annexe 21 de la réponse de la Belgique à la décision d'ouverture.

- (338) La Belgique a invoqué le même argument concernant le prix d'achat des actions de Duferco Trebos, à savoir que le document intitulé «Valeur d'utilité des actifs corporels et incorporels de Trebos» de mai 2011 est en fait un ensemble d'études et de rapports qui intégrerait un plan d'affaires préliminaire de deux pages établi par Duferco <sup>(54)</sup>. La date de réalisation de ce dernier document n'est pas précisée. L'objectif du rapport de 2011 était d'évaluer les actifs en valeur d'utilité et d'identifier la valeur de la clientèle dans le fonds de commerce général. Aucun contrôle des comptes ni audit de l'entreprise n'ont été réalisés. Aucune valorisation synthétique de l'ensemble de la société Duferco Trebos n'est fournie.
- (339) Au sujet de ces deux acquisitions, la Belgique reconnaît d'ailleurs que «les parties n'ont pas estimé nécessaire de produire un plan d'affaires en bonne et due forme. Le FSIH connaissait parfaitement bien l'objet de son acquisition.» Or, la Commission considère que la connaissance d'une entreprise est utile mais insuffisante pour un investisseur dont la décision d'investir dépend de la rentabilité future attendue.
- (340) S'agissant de l'évaluation des stocks de Duferco La Louvière Sales, société contrôlée par SIF, la Belgique a fourni un document qui justifie, selon elle, que la valeur de marché des stocks était supérieure à leur valeur comptable, valeur qui a été retenue pour la fixation du prix de vente. À nouveau, la Commission constate que la date de réalisation de ce document n'est pas indiquée.
- (341) S'agissant enfin de l'investissement de [30-40] millions d'EUR dans DLLPL, la Commission avait demandé à la Belgique dans la décision d'ouverture de produire l'intégralité des études et plans d'affaires concernant cet investissement. La Belgique a confirmé que, finalement, un seul plan d'affaires a justifié l'investissement de [30-40] millions d'EUR, les autres plans mentionnés étant devenus sans objet car ils concernaient d'autres projets non retenus. La Belgique a donc produit devant la Commission un plan d'une page, non daté, comportant un tableau avec l'EBITDA jusqu'en 2016, sans aucune explication ou hypothèse justifiant les chiffres avancés.
- (342) Aux yeux de la Commission, l'insuffisance de ce document n'est pas compensée par les autres documents invoqués par la Belgique. Le document intitulé «Un projet d'avenir pour la sidérurgie louviéroise», daté de février 2011, détaille la stratégie de pérennisation des activités portant sur les produits longs et les produits plats. Une page est consacrée à l'évolution historique de DLLPL sur les cinq dernières années. Le document intitulé «Plan marketing Produits Long 2011-2013» se limite à une étude du secteur concerné.
- (343) Il ressort de ce qui précède que l'investissement du FSIH ne peut être considéré comme conforme au principe de l'investisseur privé en économie de marché. La Commission constate que DLP a permis au FSIH de soutenir une nouvelle fois l'activité sidérurgique en Wallonie, sans que cela soit justifié par une analyse économique conforme au principe de l'investisseur privé en économie de marché.

### iii) Estimation du montant d'aide

- (344) Il ressort de ce qui précède que l'investissement ne peut être considéré comme *pari passu* et conforme au principe de l'investisseur privé en économie de marché. Le montant de l'aide reçue par DLP s'élève donc au montant de l'augmentation de capital, soit 100 millions d'EUR.

#### 7.1.4.6. Conclusion générale sur le critère de l'avantage économique

- (345) Après avoir analysé chaque mesure individuellement, la Commission a estimé nécessaire de procéder à une analyse plus générale de la stratégie d'investissement du FSIH depuis sa création. Elle considère en effet que ces mesures sont indissociables les unes des autres et participent à un seul objectif: soutenir et retenir durablement les activités du groupe Duferco en Wallonie, à l'aide d'investissements indirects dans les filiales offshore du groupe afin de contourner les règles d'interdiction des aides à la sidérurgie dans l'Union. Les interventions du FSIH ont eu en effet pour bénéficiaires la société mère de Duferco ou des filiales du groupe, implantées aux États-Unis (mesure 1), [...] (mesure 2), en Irlande (mesure 3), [...] (mesure 4) et [...] (mesures 5 et 6), pour financer des projets dont la réalisation avait lieu en Wallonie, dans les filiales wallonnes du groupe actives dans le secteur de la sidérurgie, puis dans celui de la dépollution des sites lorsque le groupe a progressivement mis fin à ses activités sidérurgiques en Wallonie.

<sup>(54)</sup> Annexe 23 de la réponse de la Belgique à la décision d'ouverture.

- (346) Cette analyse est justifiée par la concomitance ou la réalisation rapprochée de certains faits.
- (347) En effet, Duferco s'est implantée en Belgique à partir de 1997 en reprenant les forges de Clabecq, en grandes difficultés financières, avec l'appui de la Région wallonne et l'aval de la Commission (prise de participation de 8,75 millions d'EUR et prêt de 13,75 millions d'EUR) <sup>(55)</sup>. La Commission note que cette reprise est consécutive à la décision négative de la Commission relative aux forges de Clabecq <sup>(56)</sup>: la tentative de sauvetage par l'État belge de ces mêmes forges a été jugée incompatible avec le marché commun en décembre 1996. L'entreprise a alors été déclarée en faillite en janvier 1997.
- (348) Il s'est ensuivi une succession de reprises de sites sidérurgiques wallons par le groupe Duferco, toujours avec le soutien financier de la Région wallonne par l'intermédiaire de la SOGEPA puis du FSIH à partir de 2003. En 1999, Duferco rachète à Hoogovens les usines Gustave Boël à La Louvière, avec l'appui de la Région wallonne (conversion d'une créance de 12,5 millions d'EUR en 25 % du capital et prêt de 25,3 millions d'EUR) <sup>(57)</sup>. Puis, à la suite de l'annonce faite par le président du groupe Usinor-Sacilor au mois de février 2001 de son intention de mettre fin aux activités de la ligne à chaud de Cockerill Sambre à Charleroi, des discussions ont été entamées entre Usinor-Cockerill Sambre, le groupe Duferco et la SOGEPA ayant pour objet principal de créer une société commune de production de brames dont l'outil industriel serait constitué des installations actuelles de Cockerill Sambre à Charleroi, complétées d'équipements provenant de Duferco Clabecq. En 2002, Duferco reprend alors la phase à chaud de Charleroi, qui devient Carsid, en coopération avec Usinor, de nouveau avec l'appui de la Région wallonne (participation de la SOGEPA au capital de Carsid à hauteur de 20 millions d'EUR, ramenée à 9 millions d'EUR à la suite de la décision d'ouverture de la procédure prévue à l'article 6, paragraphe 5, de la décision n° 2496/96/CECA).
- (349) La Commission constate que le FSIH a été créé en mars 2003, c'est-à-dire au cours de l'enquête menée par la Commission à la suite de l'adoption de la décision d'ouvrir la procédure formelle d'examen le 3 avril 2002 sur la participation financière de la Région wallonne dans l'entreprise Carsid. Cette procédure s'est achevée le 15 octobre 2003 <sup>(58)</sup> par une décision négative de la Commission au motif qu'on ne pouvait considérer comme *pari passu* un investissement dans une nouvelle société où seul l'actionnaire public assume un risque nouveau, l'actionnaire privé ne faisant que transférer une activité ou un projet existant au sein de la nouvelle société. La Commission constate ainsi qu'à plusieurs reprises les interventions de la Région wallonne en faveur de Duferco ont permis de retarder les ajustements socialement difficiles, mais économiquement nécessaires, de la sidérurgie en Wallonie. Ce comportement, motivé par des considérations régionales, sociales et de sauvegarde de l'emploi au détriment de la rationalisation et de la modernisation de l'industrie sidérurgique, ne peut être considéré comme celui d'un investisseur privé.
- (350) Par ailleurs, la Commission observe que le comportement d'investissement du FSIH ne correspond pas à celui d'un investisseur de marché avisé. En l'espèce, le comportement du FSIH doit être comparé à celui qu'adopterait un gestionnaire de fonds d'investissement. Or, prise dans sa globalité, la politique d'investissement suivie par le FSIH telle que mise en lumière par la présente procédure n'est pas susceptible d'être suivie par un tel opérateur de marché. Un fonds d'investissement non spéculatif doit, pour assurer sa pérennité, diversifier les risques dans son portefeuille d'investissement. Tout en tenant compte de la performance et de l'horizon de rentabilité recherchés, la diversification des actifs en portefeuille sur les plans géographique et sectoriel réduit la volatilité des actifs, et donc le risque d'investissement du portefeuille pris globalement. Cette diversification n'a pas nécessairement vocation à être extrême, mais en l'espèce le FSIH a concentré tous ses investissements sur une unique société.
- (351) Or, en investissant exclusivement dans le groupe Duferco, l'exposition au risque du FSIH était maximale, puisque le retour sur investissement pour le FSIH dépendait du succès ou de l'échec d'une seule entreprise. Il s'ensuit que, pris globalement, le comportement d'investissement du FSIH fournit une indication additionnelle que les opérations du FSIH ne satisfont pas au critère de l'investisseur privé en économie de marché.
- (352) À la lumière de ce qui précède, la Commission conclut que l'ensemble des mesures examinées ne sont pas conformes au principe d'un investisseur privé en économie de marché. Les conditions des interventions ont conféré dans chaque cas un avantage aux différentes entités concernées du groupe Duferco. Elles constituent donc des aides au sens de l'article 107, paragraphe 1, du TFUE.
- (353) Le montant total des aides s'élève par conséquent à 211,43 millions d'EUR, en principe.

<sup>(55)</sup> Décision de la Commission du 25 novembre 1997 dans l'affaire N 680/97, Belgique — Participation financière de la Région wallonne dans l'entreprise «Duferco Belgique SA».

<sup>(56)</sup> Décision de la Commission du 18 décembre 1996 dans l'affaire 97/271/CECA, Belgique — Forges de Clabecq (acier CECA).

<sup>(57)</sup> Décision de la Commission du 26 mai 1999 dans l'affaire N 246/99, Belgique — Participation financière des autorités publiques belges en faveur de l'entreprise HUGB (acier CECA).

<sup>(58)</sup> Décision 2005/137/CE.

## 8. COMPATIBILITÉ DES AIDES AVEC LE MARCHÉ INTÉRIEUR

- (354) L'interdiction des aides d'État n'est ni absolue, ni inconditionnelle. En particulier, les paragraphes 2 et 3 de l'article 107 du TFUE constituent des bases juridiques permettant de considérer certaines aides comme compatibles avec le marché intérieur.
- (355) Dans leur réponse à la décision d'ouverture, la Belgique n'a invoqué aucun motif relatif à la compatibilité des mesures sous examen.
- (356) La Commission observe que les dérogations du paragraphe 2 de l'article 107 TFUE ne semblent manifestement pas applicables. Parmi les dérogations du paragraphe 3 dudit article, seuls les points a) et c) pourraient s'avérer utiles. Le point a) stipule en effet que peuvent être considérées comme compatibles avec le marché intérieur les aides destinées à favoriser le développement économique de régions dans lesquelles le niveau de vie est anormalement bas ou dans lesquelles sévit un grave sous-emploi. Le point c) affirme pour sa part que des aides destinées à faciliter le développement de certaines activités ou de certaines régions économiques, quand elles n'altèrent pas les conditions des échanges dans une mesure contraire à l'intérêt commun, peuvent également être considérées comme compatibles avec le marché intérieur.
- (357) Cependant, aucun texte d'encadrement ni lignes directrices de la Commission relatives aux critères de compatibilité en matière d'aides d'État ne semblent pouvoir s'appliquer.
- (358) En effet, depuis l'expiration du traité CECA le 23 juillet 2002, la Commission a adopté diverses lignes directrices ou communications visant à maintenir l'interdiction des aides régionales à l'investissement et des aides au sauvetage et à la restructuration en faveur de l'industrie sidérurgique.
- (359) Ainsi, les lignes directrices concernant les aides d'État à finalité régionale pour la période 2007-2013 <sup>(59)</sup>, période pendant laquelle le FSIH a octroyé les aides sous examen, excluent expressément de leur champ d'application, à leur point 8, les aides régionales en faveur de la sidérurgie et confirment leur incompatibilité avec le marché commun.
- (360) De même, la communication sur les aides dans l'industrie sidérurgique <sup>(60)</sup>, en vigueur jusqu'au 31 décembre 2009, indique que les aides au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté dans le secteur de la sidérurgie sont incompatibles avec le marché commun. Seules les aides destinées à couvrir les allocations versées aux travailleurs des entreprises sidérurgiques licenciés ou mis anticipativement à la retraite et les aides en faveur des entreprises qui cessent définitivement leur activité de production sidérurgique sont autorisées, à certaines conditions. La finalité des aides octroyées par le FSIH ne correspond pas aux deux catégories d'aide précitées. Au contraire, elles ont été utilisées dans le but de financer des investissements.
- (361) S'agissant de l'éventuelle compatibilité de l'aide accordée à SIF au regard de la communication de 2009, la Commission est d'avis que celle-ci ne s'applique pas à SIF. En effet, le point 4.4.2 de la communication de 2009 vise les entreprises qui éprouvent des difficultés à trouver des sources de financement dans la situation prévalant sur le marché entre décembre 2008 et décembre 2010. Or, il ne ressort pas des observations de SIF que celle-ci éprouvait ce genre de difficultés. La Commission considère par conséquent que SIF ne remplissait pas les conditions d'éligibilité prévues par la communication de 2009, et que l'aide ne peut être jugée compatible avec le marché intérieur.
- (362) Enfin, les lignes directrices communautaires concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté <sup>(61)</sup>, en vigueur jusqu'au 30 juillet 2014, confirment à leur point 18 l'exclusion de la sidérurgie de leur champ d'application.
- (363) À la lumière de ce qui précède, la Commission conclut que les six mesures d'aide sous examen sont incompatibles avec le marché intérieur.

## 9. RECOUVREMENT DES AIDES INCOMPATIBLES AVEC LE MARCHÉ INTÉRIEUR

- (364) Conformément aux dispositions du TFUE et à la jurisprudence constante de la Cour, la Commission est compétente pour décider que l'État concerné doit supprimer ou modifier l'aide si elle constate que celle-ci est incompatible avec le marché intérieur <sup>(62)</sup>. La Cour a également jugé à plusieurs reprises que l'obligation, imposée à un État membre par décision de la Commission, de supprimer une aide incompatible avec le marché intérieur vise à rétablir la situation antérieure <sup>(63)</sup>.

<sup>(59)</sup> JO C 54 du 4.3.2006, p. 13.

<sup>(60)</sup> JO C 70 du 19.3.2002, p. 21.

<sup>(61)</sup> JO C 244 du 1.10.2004, p. 2.

<sup>(62)</sup> Arrêt de la Cour de justice du 12 juillet 1973, Commission/Allemagne, 70/72, EU:C:1973:87, point 13.

<sup>(63)</sup> Arrêt de la Cour de justice du 14 septembre 1994, Espagne/Commission, C-278/92, C-279/92 et C-280/92, EU:C:1994:325, point 75.

- (365) Dans ce contexte, la Cour a établi que cet objectif est atteint lorsque le bénéficiaire a remboursé les montants octroyés à titre d'aides illégitimes, en perdant donc l'avantage dont il avait bénéficié sur le marché par rapport à ses concurrents, et que la situation antérieure au versement de l'aide est rétablie <sup>(64)</sup>.
- (366) L'article 16, paragraphe 1, du règlement (UE) 2015/1589 du Conseil <sup>(65)</sup> dispose: «En cas de décision négative concernant une aide illégale, la Commission décide que l'État membre concerné prend toutes les mesures nécessaires pour récupérer l'aide auprès de son bénéficiaire [...]».
- (367) Par conséquent, étant donné que les mesures en question ont été mises en œuvre en violation de l'article 108 du TFUE et doivent être considérées comme des aides illégales et incompatibles avec le marché intérieur, elles doivent être recouvrées afin de rétablir la situation qui existait sur le marché avant leur octroi.
- (368) En l'espèce, les aides ont été octroyées aux entreprises suivantes: DII (mesure 1), [la société qui à cette époque contrôlait DPH] (mesure 2), DSIH (mesure 3), [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] — devenue [...] — (mesure 4), SIF (mesure 5) et DLP (mesure 6), toutes filiales du groupe Duferco dans différents pays. Ces entreprises ou leurs successeurs légaux éventuels doivent être tenus de rembourser les aides indûment perçues.
- (369) La récupération doit par ailleurs couvrir la période pendant laquelle un avantage a été procuré aux bénéficiaires, c'est-à-dire entre le moment de la mise à disposition de l'aide à chaque bénéficiaire et sa récupération réelle, eu égard aux critères de définition de l'avantage économique et aux principes de calcul définis aux sections 7.1.4.1 à 7.1.4.5. Dans la mise en œuvre de l'obligation de coopération loyale incombant à la Belgique dans le cadre de la procédure de récupération, le montant de l'aide accordée à [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là] — devenue [...] — et à SIF devra notamment être établi plus précisément au cours de la procédure, sur la base d'éléments qui seront fournis par la Belgique et en tenant compte, notamment pour les aides sous forme de prêts, des dates effectives des versements ou remboursements ainsi que de toute autre circonstance pertinente que la Belgique fera valoir. Dans tous les cas, les montants à récupérer englobent les intérêts dus jusqu'au remboursement effectif.

## 10. CONCLUSION

- (370) La Commission constate que la Belgique a illégalement mis à exécution les mesures d'aide en question en violation de l'article 108, paragraphe 3, du TFUE. La Commission considère que l'ensemble des mesures sous examen constituent des aides d'État incompatibles avec le marché intérieur,

A ADOPTÉ LA PRÉSENTE DÉCISION:

### *Article premier*

Les mesures suivantes, illégalement mises à exécution par la Belgique en violation de l'article 108, paragraphe 3, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, constituent des aides d'État incompatibles avec le marché intérieur:

- a) vente de participation dans Duferco US Investment Corporation, en faveur de Duferco Industrial Investment, pour un montant de 11 581 700 EUR;
- b) vente de participation dans Duferco Participations Holding Limited, en faveur de [la société qui à cette époque contrôlait DPH], pour un montant de 20 362 464 EUR;
- c) prise de participation dans Duferco Salvage Investments Holding, en faveur de celle-ci, pour un montant de [65-72 millions] d'EUR;
- d) prêt en faveur de [la société qui était à la tête du groupe Duferco à ce moment-là], pour un montant de 2 082 723 EUR en principe, dans la mesure où le taux d'intérêt appliqué au prêt est inférieur à 3,502 %;
- e) prêt en faveur de Steel Invest & Finance pour un montant de 10 413 639 EUR en principe, dans la mesure où le taux d'intérêt appliqué au prêt est inférieur à 4,302 %;
- f) prise de participation dans Duferco Long Products, en faveur de celle-ci, pour un montant de 100 000 000 EUR.

<sup>(64)</sup> Arrêt de la Cour de justice du 17 juin 1999, Belgique/Commission, C-75/97, EU:C:1999:311, points 64 et 65.

<sup>(65)</sup> Règlement (UE) 2015/1589 du Conseil du 13 juillet 2015 portant modalités d'application de l'article 108 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (JO L 248 du 24.9.2015, p. 9).

*Article 2*

1. La Belgique est tenue de se faire rembourser par les bénéficiaires directs ou leurs successeurs légaux les aides incompatibles octroyées visées à l'article 1<sup>er</sup>.
2. Les sommes à récupérer produisent des intérêts à partir de la date à laquelle elles ont été mises à la disposition des bénéficiaires, jusqu'à leur récupération effective.
3. Les intérêts sont calculés sur une base composée conformément au chapitre V du règlement (CE) n° 794/2004 de la Commission <sup>(66)</sup>.

*Article 3*

1. La récupération des aides visées à l'article 1<sup>er</sup> est immédiate et effective.
2. La Belgique veille à ce que la présente décision soit mise en œuvre dans les quatre mois suivant la date de sa notification.

*Article 4*

1. Dans les deux mois suivant la notification de la présente décision, la Belgique communique les informations suivantes à la Commission:
  - a) le montant total (principal et intérêts) à récupérer auprès de chaque bénéficiaire;
  - b) une description détaillée des mesures déjà prises et prévues pour se conformer à la présente décision;
  - c) les documents démontrant que les bénéficiaires ont été mis en demeure de rembourser l'aide.
2. La Belgique tient la Commission informée de l'avancement des mesures nationales prises pour mettre en œuvre la présente décision jusqu'à la récupération complète des aides visées à l'article 1<sup>er</sup>. Elle transmet immédiatement, sur simple demande de la Commission, toute information sur les mesures déjà prises et prévues pour se conformer à la présente décision. Elle fournit aussi des informations détaillées concernant les montants d'aide et les intérêts déjà récupérés auprès des bénéficiaires.

*Article 5*

Le Royaume de Belgique est destinataire de la présente décision.

Fait à Bruxelles, le 20 janvier 2016.

*Par la Commission*  
Margrethe VESTAGER  
*Membre de la Commission*

---

<sup>(66)</sup> Règlement (CE) n° 794/2004 de la Commission du 21 avril 2004 concernant la mise en œuvre du règlement (CE) n° 659/1999 du Conseil portant modalités d'application de l'article 93 du traité CE (JO L 140 du 30.4.2004, p. 1).