

**BESLUIT VAN DE COMMISSIE**

van 7 maart 2012

**betreffende staatssteun Nr. SA.29041 (C 28/2009, ex N 433/2009) Steunmaatregelen ten behoeve van Oltchim SA Râmnicu Vâlcea**

(Kennisgeving geschied onder nummer C(2012) 1369)

(Slechts de tekst in de Roemeense taal is authentiek)

(Voor de EER relevante tekst)

(2013/246/EU)

DE EUROPESE COMMISSIE,

Gezien het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (hierna: "VWEU"), en met name artikel 108, lid 2, eerste alinea <sup>(1)</sup>,

Gezien de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte, en met name artikel 62, lid 1, onder a),

Gezien het besluit van de Commissie om de procedure van artikel 108, lid 2, VWEU in te leiden ten aanzien van steunmaatregel C 28/2009 (ex N 433/2009) <sup>(2)</sup>,

Na de belanghebbenden overeenkomstig de genoemde artikelen te hebben aangemaand hun opmerkingen te maken en gezien deze opmerkingen,

Overwegende hetgeen volgt:

**I. PROCEDURE**

(1) Op 17 juli 2009 heeft Roemenië twee steunmaatregelen aangemeld (hierna: "de kennisgeving") ten gunste van Oltchim SA Râmnicu Vâlcea (hierna: "de onderneming"): (i) een swap van aandelen voor schuld ter waarde van 538 miljoen RON (ongeveer 128 miljoen EUR <sup>(3)</sup>) en (ii) een staatswaarborg voor 80 % van een commerciële lening van in totaal 424 miljoen EUR. Roemenië heeft deze staatssteunmaatregelen aangemeld om redenen van

rechtszekerheid, waarbij het aanvoerde dat de maatregelen geen staatssteun inhielden in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU.

(2) Voorafgaand aan deze kennisgeving, op 10 april 2008, had PCC SE (hierna: "PCC"), een bedrijf gevestigd in Duisburg, Duitsland, dat momenteel een minderheidsbelang van 18,31 % in Oltchim bezit, een formele klacht ingediend, omdat de voorgenomen swap van aandelen voor schuld onverenigbare staatssteun zou betreffen.

(3) Na de registratie van de klacht volgde een briefwisseling en informatie-uitwisseling tussen de Commissie en de Roemeense autoriteiten, Oltchim en de klager. Ook had de Commissie meerdere bijeenkomsten met enerzijds de Roemeense autoriteiten en vertegenwoordigers van Oltchim en anderzijds vertegenwoordigers van de klager.

(4) Op 15 september 2009 leidde de Commissie een formele onderzoeksprocedure overeenkomstig artikel 108, lid 2, VWEU in ten aanzien van de aangemelde maatregelen (hierna: "besluit tot inleiding van de procedure"). Roemenië diende op 3 november 2009 opmerkingen in over het besluit tot inleiding van de procedure.

(5) Het besluit tot inleiding van de procedure van de Commissie werd op 29 december 2009 in het *Publicatieblad van de Europese Unie* bekendgemaakt <sup>(4)</sup>. Bij brieven van 21 december 2009 heeft de Commissie acht ondernemingen die als concurrenten van Oltchim belanghebbenden zouden kunnen zijn in de procedure, uitgenodigd om opmerkingen in te dienen over het besluit tot inleiding van de procedure.

(6) De Commissie heeft van vijf belanghebbenden opmerkingen ontvangen: bij brief van 26 januari 2010 van Vestolit GmbH & Co. KG (hierna: "Vestolit"); bij brief van 26 januari 2010 van Ineos ChlorVinyls (hierna: "Ineos"); bij brieven van 27 januari 2010 en 28 januari 2010 van twee ondernemingen die om vertrouwelijkheid betreffende hun identiteit verzochten (hierna: "anonieme belanghebbenden I en II"); en bij brief van 29 januari 2010, van de heer Virgil Bestea, een particulier.

<sup>(1)</sup> Vanaf 1.12.2009 zijn de artikelen 87 en 88 van het EG-Verdrag respectievelijk de artikelen 107 en 108 VWEU geworden. De respectieve bepalingen zijn in wezen identiek. Voor zover van toepassing, dienen in dit besluit de verwijzingen naar de artikelen 107 en 108 VWEU te worden gelezen als verwijzingen naar de artikelen 87 en 88 van het EG-Verdrag. Met het VWEU werden ook enkele terminologische wijzigingen ingevoerd, zoals de vervanging van termen "Gemeenschap" en "gemeenschappelijke markt" door respectievelijk "Unie" en "interne markt". In dit besluit wordt de terminologie van het VWEU gehanteerd.

<sup>(2)</sup> Besluit van de Commissie C(2009) 6867 definitief (PB C 321 van 29.12.2009, blz. 21).

<sup>(3)</sup> De ECB-wisselkoers op 17 juli 2009 was 1 EUR = 4,2 RON. In dit besluit worden alle bedragen in RON aan de hand van deze wisselkoers omgerekend in EUR. In gevallen waarin bedragen uitsluitend in EUR beschikbaar/vermeld waren, wordt alleen de waarde in EUR gebruikt.

<sup>(4)</sup> Zie voetnoot 2.

- (7) Deze opmerkingen werden bij brief van 2 maart 2010 aan Roemenië doorgegeven. Op 8 april 2010 antwoordde Roemenië op bovengenoemde opmerkingen van belanghebbenden.
- (8) Een zesde belanghebbende, Firebird Management LLC (hierna "Firebird" genoemd), een beleggingsfonds dat op dat moment 1,328 % van de aandelen van Oltchim in handen had, zond bij brieven van 27 mei 2010 en 8 juli 2010 informatie en opmerkingen. De opmerkingen van Firebird werden bij brieven van 25 juni 2010 en 27 juli 2010 aan Roemenië doorgegeven.
- (9) PCC, de klager, zond informatie over de zaak bij brieven van 6 mei 2010, 18 mei 2010, 19 mei 2010, 28 mei 2010, 13 juni 2010, 18 juni 2010, 22 juli 2010, 6 augustus 2010, 2 september 2010, 18 oktober 2010, 9 april 2011 en 14 april 2011. Behalve deze brieven heeft PCC nog allerlei informatie over de zaak ingestuurd, voornamelijk diverse krantenartikelen en overige groten-deels algemeen beschikbare informatie.
- (10) Bovendien zonden anonieme belanghebbenden I en II (die ook opmerkingen indienden over het besluit tot inleiding van de procedure en die om vertrouwelijkheid verzochten betreffende hun identiteit) op 21 september 2010, 22 februari 2011, 28 februari 2011, 26 juli 2011 en 28 oktober 2011 aanvullende informatie.
- (11) De Commissie gaf de in de overwegingen (9) en (10) en genoemde opmerkingen bij brieven van 25 juni 2010, 2 augustus 2010, 9 september 2010, 22 september 2010, 20 oktober 2010 en 23 november 2011 aan Roemenië door wanneer deze nieuwe informatie en argumenten bevatten en relevant waren voor de huidige procedure.
- (12) Roemenië reageerde op de aanvullende opmerkingen bij brieven van 30 juli 2010, 2 september 2010, 12 oktober 2010, 26 oktober 2010, 23 november 2010 en 7 december 2011. Voorts zond het bij brieven van 29 maart 2011, 14 april 2011, 27 juli 2011, 9 september 2011 en 21 september 2011 aanvullende informatie over de zaak.
- (13) Na het besluit tot inleiding van de procedure vonden in Brussel meerdere bijeenkomsten plaats tussen de diensten van de Commissie en de Roemeense autoriteiten: op 30 juni 2010, 15 juli 2010, 19 mei 2011 en 12 september 2011. De diensten van de Commissie kwamen ook meermaals bijeen met vertegenwoordigers van de klager, PCC.
- (14) Bij brief van 22 juni 2011 trokken de Roemeense autoriteiten hun kennisgeving van 17 juli 2009 betreffende de staatswaarborg voor de lening van 424 miljoen EUR in. Daarbij lieten zij de Commissie evenwel weten hun kennisgeving betreffende de swap van aandelen voor schuld te handhaven.
- (15) Op 10 augustus 2011 keurde de Roemeense regering een memorandum goed waarin zij de vertegenwoordigers van het ministerie van Economische Zaken, Handel en Ondernemingsklimaat, AVAS <sup>(5)</sup> en Oltchim gelastte een privaatrechtelijke overeenkomst te sluiten tussen AVAS en Oltchim, waarbij de onderneming de ontstane rente op de schuld aan de overheid sinds 1 januari 2007 erkent.
- (16) De Roemeense autoriteiten kondigden bij brief van 9 september 2011 aan dat Oltchim en AVAS voornemens waren de bovengenoemde privaatrechtelijke overeenkomst te sluiten en dat AVAS behalve de hoofdsom ook de opgebouwde rente in aandelen zou omzetten.
- (17) Bij brief van 21 oktober 2011 deelde de Roemeense premier Emil Boc mee dat de Roemeense regering zich ertoe verplichtte Oltchim volledig te privatiseren, inclusief het gehele overheidsbelang na de schuldomzetting. De aankondiging van de privatisering zou eind maart 2012 worden gepubliceerd, waarna de privatisering voor eind mei 2012 rond zou moeten zijn. Bij brief van 16 februari 2012 bevestigde de nieuwe premier van Roemenië Mihai-Răzvan Ungureanu deze verplichtingen.
- (18) Roemenië stuurde bij brieven van 12 oktober 2011 en 23 december 2011 nog aanvullende opmerkingen en informatie in.
- (19) Uit de in overwegingen en genoemde brieven blijkt dat Roemenië de kennisgeving van maatregel 1 heeft gewijzigd: de omzetting van de schuld aan de overheid ter waarde van 538 miljoen RON zou worden gevolgd door de privatisering van het resulterende aandelenbezit en de omzetting zou moeten worden beoordeeld in het licht van de daarop volgende privatisering.

## II. ACHTERGROND VAN DE ZAAK

### II.1. De onderneming

- (20) Oltchim is een grote Roemeense petrochemische fabrikant die pvc, natriumhydroxide, chloor, DEHP en polyetherpolyolen produceert. Het belangrijkste product van de onderneming is pvc (op dit moment goed voor ongeveer 37,5 % van haar totale productie) met een EU-marktaandeel van 2,1 % in 2008 <sup>(6)</sup>. Oltchim is een van de grootste petrochemische bedrijven in Roemenië en Zuidoost-Europa, en produceert 78 soorten van 40 basischemicaliën. De onderneming exporteert ongeveer 80 % van haar productie binnen en buiten Europa.

<sup>(5)</sup> Het Roemeense privatiseringsagentschap. Zie voetnoot 10.

<sup>(6)</sup> Eigen cijfers van Oltchim.

- (21) Oltchim is de grootste industriële werkgever in Vâlcea, een Roemeense regio die steun ontvangt op grond van artikel 107, lid 3, onder a), VWEU. Op 15 oktober 2011 werkten er 3 470 mensen bij Oltchim (7). Vanwege de huidige financiële problemen heeft de onderneming in december 2011 duizend werknemers tijdelijk ontslagen en in januari 2012 nog eens 993 (8).
- (22) De onderneming werd in 1966 opgericht, werd in 1990 gereorganiseerd en is sinds 1997 genoteerd aan de Roemeense effectenbeurs. De Roemeense staat heeft (thans via het ministerie van Economische Zaken) een meerderheidsbelang van 54,8 % in de onderneming. De voornaamste minderheidsaandeelhouder is PCC, tevens klager in deze procedure. PCC heeft eveneens een belang van 18,31 % in Rokita SA, een Poolse concurrent van Oltchim. De overige aandelen van de onderneming zijn in het bezit van Nachbar Services Ltd (14,02 %), verscheidene particulieren (11,04 %) en andere rechtspersonen (1,81 %).

## II.2. Gebeurtenissen voorafgaand aan de toetreding van Roemenië tot de EU

### II.2.1 De herkomst van de schuld aan de overheid

- (23) Gedurende de periode 1992-2008 heeft Oltchim in totaal ongeveer 371 miljoen EUR geïnvesteerd in de modernisering van haar productielijn (waarvan 118,8 miljoen EUR in 2007/2008). Voor sommige van deze investeringen sloot de onderneming tussen 1995 en 2000 achtereenvolgens twaalf marktleningen af voor een totaalbedrag van ongeveer 171 miljoen DEM plus 60 miljoen USD. Deze leningen werden gesteund door staatswaarborgen, uitgegeven door het ministerie van Financiën.
- (24) Omdat Oltchim niet in staat was de leningen af te lossen, deden de banken vanaf november 1999 een beroep op de staatswaarborgen.
- (25) Tussen 1999 en 2002 deed het ministerie van Financiën betalingen op grond van de betreffende waarborgen. Het berekende over de bedragen die aldus tussen 1999 en 2002 op grond van de staatswaarborgen waren uitgekeerd, aanzienlijke rente en verdragingsstoelagen: tussen 0,15 % en 0,3 % per dag, d.w.z. 54 %-110 % per jaar (9).
- (26) In juni 2002 beliep de opgebouwde schuld van Oltchim aan het ministerie van Financiën op grond van de staatswaarborgen plus de rente en verdragingsstoelagen daarop 303 miljoen RON (ongeveer 72 miljoen EUR). Dit bedrag werd toen van het ministerie van Financiën overgeboekt naar het Roemeense agentschap dat belast is met de

invordering van schulden aan de overheid, AVAS (10), en werd geconsolideerd in USD om de waarde van de schuld te behouden in de context van hyperinflatie. Het resulterende bedrag was 91 miljoen USD.

- (27) De Roemeense wet (GEO 51/1998) verleent AVAS geen specifiek mandaat om rente en verdragingsstoelagen te heffen over de schuld aan de overheid die zij moet terugvorderen van debiteurondernemingen.

### II.2.2 De schuldomzetting van 2003

- (28) Een eerste poging om de onderneming te privatiseren werd gedaan in 2001, toen AVAS met Exall Resources een verkoopovereenkomst uitonderhandelde en ondertekende voor het staatsbelang in de onderneming. De verkoopovereenkomst werd ontbonden omdat de koper niet in staat was aan zijn betalingsverplichtingen te voldoen en de technologische en milieu-investeringen in de onderneming te garanderen.
- (29) In oktober 2003 volgde een tweede poging om Oltchim te privatiseren en publiceerde het Roemeense privatiseringsagentschap APAPS een aankondiging van de verkoop van het staatsbelang. Potentiële investeerders werd medegedeeld dat de schuld aan de overheid zou worden omgezet in aandelen, teneinde de aantrekkelijkheid van de onderneming voor potentiële investeerders te verhogen.
- (30) Toen een potentiële investeerder (Romp petrol) en minderheidsaandeelhouders de schuldomzetting van 2003 echter aanvochten voor de Roemeense rechter, werd het privatiseringspakket begin november 2003 ingetrokken. Desalniettemin werd in november 2003 de AVAS-schuld van 95 miljoen USD (te weten de overgedragen 91 miljoen USD plus verdere betalingen die door het ministerie van Financiën waren verricht in toepassing van de waarborgen en die sinds juni 2002 waren overgedragen aan AVAS), welk bedrag gelijkstaat aan 322 miljoen RON, omgezet in aandelen bij een besluit van de algemene aandeelhoudersvergadering van Oltchim (waarin de tegenwoordig van de staat een meerderheidsstem hadden). Het belang van de overheid in Oltchim steeg daarmee van 53,26 % naar 95,73 %.
- (31) In november 2005 verklaarde een handelsrechtbank in Vâlcea het besluit van de algemene aandeelhoudersvergadering van Oltchim over de schuldomzetting nietig, op grond van het feit dat de schuldomzetting was uitgevoerd zonder dat de minderheidsaandeelhouders in de gelegenheid waren gesteld om ook deel te nemen aan de kapitaalverhoging.

(7) Bedrijfsprofiel beschikbaar bij de effectenbeurs van Boekarest, zie <http://investing.businessweek.com/research/stocks/snapshot/snapshot.asp?ticker=OLT:RO>.

(8) Gegevens beschikbaar op de website van Oltchim: [www.oltchim.ro](http://www.oltchim.ro).

(9) Hierbij moet rekening worden gehouden met het feit dat de toenmalige Roemeense munt, de ROL, onderhevig was aan hyperinflatie.

(10) Uiteindelijk werd de schuld op dat moment overgeboekt aan het Roemeense agentschap AVAB (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Bancare* – de autoriteit voor de invordering van bankactiva), dat in mei 2004 werd samengevoegd met het privatiseringsagentschap APAPS (*Autoritatea pentru Privatizare și Administrarea Participațiilor Statului* – de autoriteit voor de privatisering en het beheer van overheidsparticipaties) en omgedoopt tot AVAS (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului* – de autoriteit voor de invordering van activa van de overheid). Ter vereenvoudiging zal in dit besluit zowel naar AVAS als naar AVAB worden verwezen als AVAS.

- (32) In juni 2006 vaardigde de Roemeense regering een spoeddecreet uit<sup>(11)</sup>, waarbij de overheidsvertegenwoordigers in de algemene aandeelhoudersvergadering van Oltchim werd gelast hun stem uit te brengen om geen beroep aan te tekenen tegen de uitspraak van de rechtbank waarbij de eerste schuldomzetting nietig was verklaard, en de nodige stappen te ondernemen om de omzetting terug te draaien. De nietigverklaring van de schuldomzetting door de rechtbank werd in augustus 2006 definitief. Het aandelenkapitaal werd effectief verlaagd in november 2007. De schuld als gevolg van de nietigverklaring van de schuldomzetting werd opnieuw in de boeken opgenomen voor het oorspronkelijke bedrag van 95 miljoen USD, een bedrag dat vervolgens overeenkwam met 317 miljoen RON.

### II.2.3 Verder opgebouwde schuld

- (33) Na de eerste overdracht van de schuld in juni 2002 aan AVAS bleef het ministerie van Financiën gedurende de periode juni 2002 tot december 2006 betalingen verrichten op grond van de staatswaarborgen die in november 1999 in werking waren gesteld. In de periode 2003-2006, toen de schuldomzetting van 2003 nog niet was teruggedraaid, beliep het totaalbedrag van de extra betalingen door het ministerie van Financiën op grond van de aangesproken waarborgen 191 miljoen RON. In toepassing van de overeenkomst tussen het ministerie van Financiën en AVAS van juni 2002 betreffende de overdracht van de schuld aan de overheid, droeg het ministerie van Financiën ook al deze vorderingen over aan AVAS, in achtereenvolgende tranches volgend op de effectieve betalingen op grond van de waarborgen. Ook deze vorderingen werden door AVAS geconsolideerd in USD, waarmee zij in 2006 op een totaal van 60 miljoen USD kwamen.
- (34) Op 1 januari 2007, de toetredingsdatum van Roemenië tot de EU, beliep de totale schuld van Oltchim aan AVAS derhalve 60 miljoen USD<sup>(12)</sup>.

## II.3. Gebeurtenissen na de toetreding van Roemenië tot de EU

### II.3.1 Ontwikkeling van de schuld

- (35) Sinds 1 januari 2007 zijn alle betalingen in verband met externe leningen door Oltchim verricht. Het ministerie van Financiën heeft geen enkele aanvullende betaling meer verricht op grond van de waarborgen.
- (36) In november 2007 werd het bedrag dat overeenkwam met het terugdraaien van de schuldomzetting van 95 miljoen USD in de boeken van Oltchim opgenomen en toegevoegd aan de 60 miljoen USD van de eerdere betalingen, hetgeen de totale schuld aan de overheid op 155 miljoen USD bracht (508 miljoen RON). Deze schuld aan de overheid van 155 miljoen USD staat in de boeken van Oltchim in RON (dat wil zeggen 508 miljoen RON).

<sup>(11)</sup> Spoeddecreet nr. 45/2006.

<sup>(12)</sup> Zoals toegelicht in overweging (32), werd het bedrag van 95 miljoen USD afkomstig van het terugdraaien van de schuldomzetting pas in de loop van 2007 in de boeken van Oltchim opgenomen.

Deze schuld in USD is sindsdien in RON in de boeken van Oltchim vermeld en het bedrag is onveranderd gebleven in de Roemeense valuta omdat de onderneming op elke nieuwe verslagleggingsdatum de oorspronkelijke waarde in RON op de balans vermeldde<sup>(13)</sup>, die telkens hoger was dan de werkelijke waarde op dat moment, aangezien de RON gaandeweg in waarde steeg ten opzichte van de USD.

- (37) In afwijking op de algemene regel gesteld in GEO 51/1998 (zie overweging (27)) en op grond van artikel 2, lid 2, van spoeddecreet 45/2006 (hierna: "GEO 45/2006") berekende AVAS in 2007 rente over de door het ministerie van Financiën aan AVAS overgedragen Oltchim-vorderingen waarop de schuldomzetting van 2003 betrekking had, ten bedrage van 29,9 miljoen RON, tegen het eenjarige LIBOR-tarief<sup>(14)</sup> voor deposito's in USD, over de periode 2003-2006.

- (38) Dit had tot gevolg dat het totale bedrag dat Oltchim aan AVAS verschuldigd was per november 2007 155 miljoen USD (508 miljoen RON) plus 29 miljoen RON, samen 538 miljoen RON, beliep. In het vervolg van dit besluit zal naar de schuld worden verwezen in RON, aangezien de aangemelde schuldomzetting ook in RON is genoteerd.

### II.3.2 De tweede schuldomzetting

- (39) In januari 2007 bekrachtigde het parlement van Roemenië door middel van wet nr. 30/2007 spoeddecreet GEO 45/2006, dat AVAS toestemming gaf de eerste schuldomzetting terug te draaien en gelaste een tweede uit te voeren, waarbij ditmaal ook de eigendomsrechten van de minderheidsaandeelhouders in aanmerking zouden worden genomen.
- (40) Deze tweede poging om de schuld om te zetten in aandelen stuitte echter op tegenstand van de nieuwe grootste minderheidsaandeelhouder, PCC, die weigerde aan de operatie mee te werken.
- (41) PCC had in mei 2007, dat wil zeggen na de datum waarop de nietigverklaring van de eerste schuldomzetting door de nationale rechtbank definitief werd omdat Oltchim en de Roemeense autoriteiten geen van beide in beroep gingen, voor 7,5 miljoen EUR een belang van 1,2 % in Oltchim verworven. Toen de omzetting werd teruggedraaid en de schuld weer in de boeken van de onderneming werd opgenomen, werd het aandeel van PCC van 1,2 % een aandeel van 12 %<sup>(15)</sup>

<sup>(13)</sup> De RON verving op 1 juli 2005 de ROL; 1 RON is gelijk aan 10 000 ROL.

<sup>(14)</sup> London Interbank Offered Rate.

<sup>(15)</sup> In mei 2011 verwierf PCC op de effectenbeurs nog eens een aandeel van 3,6 % voor 2,6 miljoen EUR. In juni 2011 sloot PCC SE een alliantie met het Britse beleggingsfonds Carlson Ventures Ltd, dat eveneens op de beurs aandelen Oltchim had gekocht. PCC en Carlson Ventures hebben nu samen een belang van 32 % in Oltchim.



(42) In april 2008 diende PCC een klacht in bij de Commissie, waarin het stelde dat de schuldomzetting onverenigbare staatssteun behelsde (zie overweging (2)).

(43) Ter nakoming van artikel 108, lid 3, VWEU besloten de Roemeense autoriteiten de Commissie om toestemming voor staatssteun te verzoeken, alvorens de tweede schuldomzetting uit te voeren, en meldde zij de maatregel aan.

#### II.4. De huidige situatie van Oltchim

(44) De Roemeense autoriteiten stellen dat zij, nadat de schuldomzetting van 2003 in 2006 was teruggedraaid, in 2006 en 2008 opnieuw hebben geprobeerd de onderneming met de schuld te privatiseren. Volgens de Roemeense autoriteiten had geen enkele investeerder belangstelling voor de koop onder dergelijke voorwaarden.

(45) Bovendien voeren de Roemeense autoriteiten aan dat de onderneming sinds 2008 met de volgende moeilijkheden is geconfronteerd: (i) het stopzetten van de aanvoer van essentiële grondstoffen door hoofdleverancier Arpechim; (ii) het negatieve effect van het herstel van een aanzienlijke schuld op de nettovermogenswaarde van de onderneming na het terugdraaien van de schuldomzetting van 2003 in november 2007; (iii) de onderkapitalisatie van de onderneming, mede ten gevolge van het terugdraaien van de schuldomzetting; en ten slotte (iv) de gevolgen van de wereldwijde financiële en economische crisis.

(46) Over het financiële jaar 2008 boekte Oltchim een bedrijfsverlies van 71 miljoen RON (17 miljoen EUR) en een nettoverlies van 226 miljoen RON (54 miljoen EUR); het verliessaldo bedroeg 1,367 miljard RON (325 miljoen EUR). Na de sluiting van Arpechim, Oltchims hoofdleverancier van etheen, draaide de onderneming op 45 % van haar capaciteit en werd ongeveer een derde van het personeel tijdelijk ontslagen.

(47) Eind 2008 werden de aandelen van Oltchim die tot dan toe in handen waren van AVAS, overgedragen naar de portefeuille van het ministerie van Economische Zaken.

(48) Oltchim verwierf in december 2009 voor [0]-[10] EUR (\*), de installatie voor de productie van etheen van haar voormalige leverancier Arpechim en betaalde [10]-[20] miljoen EUR voor de voorraden/inventaris van Arpechim. Volgens de Roemeense autoriteiten werd deze aankoop gefinancierd uit voorschotten van klanten. De productie van Arpechim werd in mei 2011 hervat.

(49) Op 31 december 2009 lieten de jaarrekeningen van Oltchim een bedrijfsverlies zien van 26 miljoen EUR (109 miljoen RON), een nettoverlies van 52,4 miljoen EUR (220 miljoen RON), een verliessaldo van 377 miljoen

EUR (1,584 miljard RON) en een negatief eigen vermogen ter waarde van 112 miljoen EUR (469 miljoen RON).

(50) Op 31 december 2010 lieten de jaarrekeningen van Oltchim een bedrijfswinst zien van 56 miljoen EUR, een nettowinst van 32 miljoen EUR (220 miljoen RON) en een verliessaldo van 383 miljoen EUR. Het positieve bedrijfs- en nettoresultaat was te danken aan het feit dat de bezittingen van Arpechim, die waren gekocht voor [0]-[10] EUR, werden gewaardeerd op [80]-[100] miljoen EUR. Het verschil werd in de boeken bijgeschreven als "winst uit aankoop voor spotprijs".

(51) Op 30 juni 2011 lieten de halfjaarrekeningen<sup>(16)</sup> van Oltchim een bedrijfsverlies zien van 7,4 miljoen EUR, een nettoverlies van 17,4 miljoen EUR, een verliessaldo van 401 miljoen EUR en een negatief eigen vermogen ter waarde van 358 miljoen EUR (zonder de schuld aan AVAS in aanmerking te nemen).

#### III. HET BESLUIT TOT INLEIDING VAN DE PROCEDURE

(52) Op 15 september 2009 leidde de Commissie een formele onderzoeksprocedure in naar de twee steunmaatregelen ten gunste van Oltchim die Roemenië in juli 2009 had aangemeld:

— maatregel 1: Een schuldomzetting voor een totaalbedrag van 538 miljoen RON (ongeveer 128 miljoen EUR); en

— maatregel 2: een "aandeelhouderswaarborg" ter dekking van 80 % van een commerciële lening van 424 miljoen EUR voor verdere moderniseringsinvesteringen. (Roemenië trok zijn kennisgeving met betrekking tot maatregel 2 bij brief van 22 juni 2011 in.)

(53) De Commissie vroeg zich af of het aangemelde steunpakket, niettegenstaande de argumenten van Roemenië, een onrechtmatig voordeel opleverde voor de onderneming en staatssteun was in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU.

(54) Bovendien werd het feit dat de Roemeense staat sinds 1 januari 2007 geen rente en/of verdragingsstoelagen over de uitstaande schuld had aangerekend in het besluit tot inleiding van de procedure eveneens als mogelijke staatssteun aangemerkt (aangeduid als "maatregel 3").

(55) Ten slotte betwijfelde de Commissie of de maatregelen, indien geconcludeerd zou worden dat ze staatssteun waren, op grond van de betreffende staatssteunregels als verenigbaar met het VWEU zouden kunnen worden aangemerkt.

(\*) Zakengeheim.

<sup>(16)</sup> De tussentijdse cijfers van 30 juni 2011 waren in EUR aangegeven.

#### IV. OPMERKINGEN VAN ROEMENIË OVER HET BESLUIT TOT INLEIDING VAN DE PROCEDURE

- (56) In hun antwoord op het besluit tot inleiding van de procedure hielden de Roemeense autoriteiten vol dat geen van de drie maatregelen staatssteun behelsden in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU, en dat de Roemeense staat in overeenstemming met de marktbeginselen had gehandeld.
- (57) Roemenië beklemtoonde in het bijzonder dat de aangemelde maatregelen (de schuldomzetting en de aandeelhouderswaarborg) Oltchim weer winstgevend zouden hebben gemaakt door het probleem van onderkapitalisatie op te lossen en haar de benodigde middelen te verschaffen voor haar groeistrategie. Bovendien benadrukte Roemenië dat de Commissie rekening diende te houden met de dubbelrol van de staat als aandeelhouder en crediteur van Oltchim.
- (58) Tot slot bleef Roemenië erbij dat maatregel 3 geen staatssteun was, aangezien de handelswijze van de staat inzake de niet-invordering van de schuld uit het verleden uitsluitend de geplande schuldomzetting betrof en dat de Roemeense autoriteiten ten aanzien van deze schuld voortdurend in overeenstemming hadden gehandeld met hetgeen een marktdeelnemer in een vergelijkbare situatie zou hebben gekozen te doen.

#### V. OPMERKINGEN VAN BELANGHEBBENDEN

- (59) In zijn opmerkingen over het besluit tot inleiding van de procedure van 26 januari 2010, uitte Vestolit twijfels over het in juli 2009 door Roemenië aangemelde staatssteunpakket. Vestolit beschouwt zichzelf als een concurrent van Oltchim, aangezien beide partijen actief zijn in de productie van pvc. Volgens Vestolit zou geen enkele particuliere investeerder een investeringsprogramma hebben gesteund dat uitsluitend is gericht op de aankoop en modernisering van de verouderde etheeninstallatie van Arpechim.
- (60) Ineos stelde in zijn brief van 21 januari 2010 dat, afgaande op de informatie in het besluit tot inleiding van de procedure, Oltchim overkwam als een bedrijf in moeilijkheden en dat daarom de steunmaatregelen door de Roemeense staat ten gunste van Oltchim door een particuliere investeerder waarschijnlijk niet genomen zouden zijn. Bovendien wees Ineos erop dat de Europese pvc-markt wordt gekenmerkt door een aanzienlijke overcapaciteit en dat potentiële steun aan een van de marktdeelnemers daarom waarschijnlijk een sterk verstoring effect heeft.
- (61) De opmerkingen van Firebird van 28 mei 2010 waren inhoudelijk vergelijkbaar met die van bovengenoemde belanghebbenden.
- (62) Bij brief van 28 januari 2010 maakte een andere concurrent van Oltchim, anonieme belanghebbende I, ook opmerkingen van eenzelfde strekking als die van Vestolit en Ineos. Hij benadrukt bovendien dat bedrijfssteun onmogelijk als verenigbaar met het VWEU kan worden aangemerkt en dat er in het geval van Oltchim geen andere gronden voor verenigbaarheid lijken te zijn.
- (63) Bij brief van 27 januari 2010 betoogde anonieme belanghebbende II dat alle in het besluit tot inleiding van de procedure genoemde steunmaatregelen onverenigbare steun behelzen. Deze anonieme belanghebbende II stelde bovendien dat:
- de staatswaarborgen ten gunste van Oltchim in de periode 1995-2000 van toepassing bleven na de toetreding van Roemenië tot de EU op 31 oktober 2009, en dientengevolge vanaf de toetredingsdatum als nieuwe steun moeten worden behandeld;
  - de moeilijkheden die Oltchim ondervindt sinds de inwerkingtreding van de staatsgaranties in november 1999 te wijten zijn aan structurele problemen van de onderneming (tekortschietend management, verkeerde bedrijfsstrategische keuzen, het uitblijven van daadwerkelijke en doeltreffende herstructurering);
  - de bedrijfsbelangen van Oltchim niet gediend zijn met de verwerving van Arpechim; deze zal in de toekomst geen winst opleveren;
  - uit de achtereenvolgende betalingen door het ministerie van Financiën in de periode tussen juni 2002 en december 2006 op basis van de in werking gestelde staatswaarborgen blijkt dat Oltchim gedurende deze hele periode in moeilijkheden verkeerde;
  - Roemenië slechts eenmaal, in 2001, daadwerkelijk heeft getracht de onderneming te privatiseren; de volgende "mislukte" privatiseringspogingen waren louter een strategie om de schuld aan de overheid niet in te vorderen;
  - het bedrijfsplan achter het steunpakket zoals aangemeld in juli 2009 ongeloofwaardig was, vooral wat betreft de gevoeligheidsanalyse en het verwachte rendement van de investering;
  - de staat een aanzienlijk verlies zou hebben geleden door een investeringsprogramma van een dergelijke omvang te steunen, aangezien de verwachte opbrengsten van de privatisering van Oltchim de kosten van de steunmaatregelen niet gedekt zouden hebben;
  - gezien het feit dat de aangemelde maatregelen staatssteun behelzen, Roemenië een herstructureringsplan voor Oltchim had moeten voorstellen met de mogelijkheid van een beoordeling van de verenigbaarheid van de steun op grond van de richtsnoeren inzake reddings- en herstructureringssteun<sup>(17)</sup>.

<sup>(17)</sup> Communautaire richtsnoeren inzake reddings- en herstructureringssteun aan ondernemingen in moeilijkheden (PB C 244 van 1.10.2004, blz. 2).

(64) In een later stadium van de procedure wees PCC de Commissie erop dat het Roemeense agentschap voor de bescherming van het milieu Oltchim een milieuboete van 14,34 miljoen EUR had opgelegd wegens te late teruggave van CO<sub>2</sub>-certificaten voor het jaar 2009<sup>(18)</sup>. De mogelijke niet-invordering van de boete vormde volgens PCC eveneens staatssteun aan de onderneming. Ook in de brief van Firebird van 8 juli 2010 wordt de milieuboete aan de orde gesteld.

(65) In oktober 2010 en oktober 2011 liet PCC de Commissie tevens weten dat Oltchim aanmerkelijke herschikte schulden heeft bij elektriciteitsleverancier in overheids handen SC Electrica SA (hierna "Electrica" genoemd) en andere crediteuren die staatsbedrijven zijn (Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea, een leverancier van zoutoplossingen en kalksteen; en SC CET Govora SA, een leverancier van industriële stoom).

#### VI. ANTWOORD VAN ROEMENIË OP DE OPMERKINGEN VAN BELANGHEBBENDEN

(66) In zijn antwoord van 8 april 2010 op de opmerkingen van belanghebbenden, verwijst Roemenië voor een groot deel naar de kennisgeving en de opmerkingen die het eerder had ingediend in antwoord op het besluit tot inleiding van de procedure.

(67) Roemenië stelde in het bijzonder dat, in tegenstelling tot wat een van de belanghebbenden beweert, de aankoop en modernisering van de petrochemische installatie van Arpechim alle herstructurering die nodig is omvat en van vitaal belang is voor de levensvatbaarheid van de onderneming op de lange termijn, en dat verwacht mag worden dat het geïntegreerde petrochemische platform Oltchim-Arpechim winstgevend zal zijn.

(68) Roemenië herhaalt ook zijn argumenten dat de stappen die genomen zijn voor de inning van de vorderingen van Oltchim geen enkel voordeel opleverden voor Oltchim. Ten slotte benadrukte Roemenië de intentie om Oltchim te privatiseren.

#### VII. INTREKKING VAN DE KENNISGEVING BETREFFENDE DE STAATSWAARBORG (MAATREGEL 2)

(69) Volgens artikel 8 van Verordening (EG) nr. 659/1999 van de Raad van 22 maart 1999 tot vaststelling van nadere bepalingen voor de toepassing van artikel 93 van het EG-Verdrag<sup>(19)</sup>, kan een lidstaat een aanmelding na de inleiding van de formele onderzoeksprocedure ten gepaste tijde intrekken, zolang de Commissie geen beschikking heeft gegeven over de steunverlenende aard

van de aangemelde maatregel. De Commissie beëindigt de procedure dan met een besluit waarin zij de zaak zonder voorwerp verklaart.

(70) De Roemeense autoriteiten hebben de kennisgeving betreffende de staatswaarborg (voor 80 % van een lening van in totaal 424 miljoen EUR) ingetrokken. Wat maatregel 2 aangaat is het onderzoek van de Commissie daarmee zonder voorwerp geraakt.

#### VIII. HET STANDPUNT VAN ROEMENIË NA DE INTREKKING VAN MAATREGEL 2

##### VIII.1. Wijziging van maatregel 1 – De intentie van Roemenië tot privatisering

(71) In februari 2011 werd een anticiperend financieel bijstandsprogramma van de EU en het Internationaal Monetair Fonds (hierna: "IMF") aangevraagd om de stimulering van de economische groei in Roemenië te ondersteunen met nadruk op structurele hervormingen en daarbij de fiscale duurzaamheid en de financiële stabiliteit te verbeteren. In mei 2011 stelde de Raad een besluit<sup>(20)</sup> vast om Roemenië anticiperende financiële bijstand op middellange termijn te verlenen ten belope van maximaal 1,4 miljard EUR. In maart 2011 keurde het IMF een nieuwe anticiperende bijstandsregeling goed voor Roemenië<sup>(21)</sup>. In het kader van deze regeling stelt het IMF Roemenië 3 090,6 miljoen SDR (3,5 miljard EUR) aan financiële bijstand voor de komende twee jaar ter beschikking. De financiering wordt verleend op voorwaarde dat Roemenië een reeks doelstellingen haalt inzake de verlaging van het begrotingstekort, zoals uiteengezet in een door de Roemeense autoriteiten ingediende *letter of intent* en beschreven in een technisch memorandum van overeenstemming (hierna: "TMvO"). Tot de doelstellingen in het TMvO behoort het terugdringen van betalingsachterstanden en verliezen van staatsbedrijven. In de *letter of intent* en het TMvO van 2 december 2011<sup>(22)</sup>, zegde Roemenië toe de aanbesteding voor de privatisering van Oltchim voor eind april 2012 aan te zullen kondigen.

(72) In de loop van 2011 hadden de Roemeense autoriteiten al meermaals publiekelijk verklaard dat de Roemeense regering van plan was Oltchim te privatiseren.

(73) Ook aan de Commissie zegde Roemenië toe Oltchim te zullen privatiseren. Bij brief van 21 oktober 2011 aan vicevoorzitter Joaquín Almunia verklaarde de Roemeense premier Emil Boc dat Roemenië zich ertoe verplichtte om Oltchim (inclusief het belang waarop de schuldovername betrekking had) voor eind mei 2012 te privatiseren. Nadat op 9 februari 2012 in Roemenië een nieuwe regering was aangetreden, bevestigde de nieuwe premier Mihai-Răzvan Ungureanu deze verplichtingen bij brief van 16 februari 2012.

<sup>(18)</sup> Volgens besluit 780/2006 van de regering tot omzetting van Richtlijn 2003/87/EG van de Raad moeten marktdeelnemers CO<sub>2</sub>-certificaten voor het afgelopen jaar voor 30 april teruggeven. Op verzuim om dit op tijd te doen staat een boete.

<sup>(19)</sup> PB L 83 van 27.3.1999, blz. 1.

<sup>(20)</sup> Besluit 2011/288/EU van de Raad, (PB L 132 van 19.5.2011, blz. 15).

<sup>(21)</sup> Zie <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24767.0>.

<sup>(22)</sup> Beschikbaar op <http://www.imf.org/external/np/loi/2011/rou/060911.pdf>.

- (74) Aangezien Roemenië moet bezuinigen is het dan ook niet langer van plan om eigenaar van Oltchim te blijven en door middel van een staatswaarborg de noodzakelijke investeringen te financieren, maar streeft het ernaar zijn belang in Oltchim te verkopen.

### VIII.2. Ontwikkelingen omtrent maatregel 3 – de renteovereenkomst

- (75) Bij brief van 9 september 2011 lieten de Roemeense autoriteiten de Commissie weten van plan te zijn om, te rekenen vanaf 1 januari 2007, rente te vorderen op de invorderbare AVAS-schuld ter waarde van 538 miljoen RON. Roemenië verklaarde bovendien dat dit zou plaatsvinden in het kader van een schuldovereenkomst tussen AVAS en Oltchim waarbij de onderneming de verschuldigde rente zou accepteren. In dezelfde brief gaven de Roemeense autoriteiten aan dat de aldus opgebouwde rente ook zou worden omgezet in aandelen,

samen met de hoofdsom van de schuld aan de overheid, zoals aangemeld onder maatregel 1.

- (76) Bij brief van 23 december 2011 verstrekten de Roemeense autoriteiten een kopie van de privaatrechtelijke overeenkomst die op 22 december 2011 tussen AVAS en Oltchim was gesloten, waarbij de onderneming de tussen 1 januari 2007 en 31 december 2011 opgebouwde rente op de schuld aan de overheid voor een totaalbedrag van 511 miljoen RON aanvaardde. De Roemeense autoriteiten lichtten toe dat de rente werd berekend op samengestelde grondslag, met als vertragsrente voor de betreffende perioden het hoogste door commerciële banken gerekende rentetarief voor de leningen die effectief sinds 1 januari 2007 aan de onderneming zijn verstrekt en aan de hand van de toepasselijke referentie- en disconteringspercentages van de Commissie. Deze benadering resulteerde in de volgende toepasselijke rentetarieven en opgebouwde rente over de AVAS-schuld:

Tabel 1

#### Uitsplitsing van de door AVAS gevorderde rente voor de periode 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Toepasselijk rentetarief	1.1-30.6 -> 11,17 % 1.7-31.12 -> 10,24 %	14,86 %	18,85 %	14,00 %	13,22 %
Rentebedrag (afgerond naar miljoen RON)	58	87	129	114	123

**Totale rente op AVAS-schuld sinds 2007 511 miljoen RON**

- (77) In dezelfde briefwisseling kondigden de Roemeense autoriteiten ook aan dat de voorbereidingen op de tenuitvoerlegging van de schuldovereenkomst voor een bedrag van 538 miljoen RON plus de opgebouwde rente daarover zouden beginnen, teneinde te voldoen aan het voorgestelde tijdschema voor privatisering.

### VIII.3. De argumenten van Roemenië ten aanzien van de intentie tot privatisering

- (78) Zoals hierboven beschreven trokken de Roemeense autoriteiten de aanmelding van maatregel 2 in (zie punt VII). Na de intrekking van de kennisgeving betreffende de staatswaarborg betoogden de Roemeense autoriteiten dat de huidige maatregel 1, dat wil zeggen de omzetting van de AVAS-schuld in aandelen ten belope van 538 miljoen RON plus de opgebouwde rente op de AVAS-schuld van 1 januari 2007 tot 31 december 2011, voor een aanvullend bedrag van 511 miljoen RON, geen staatssteun betrof in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU. Roemenië stelde dat de maatregel marktconform zou zijn en als zodanig geen voordeel zou opleveren voor Oltchim. Volgens de Roemeense autoriteiten was het voor crediteur AVAS gunstiger om de gehele schuld om te zetten in aandelen en zijn volledige belang in de onderneming op korte termijn te verkopen dan om de schuld in te vorderen, aangezien de marktwaarde van het resulterende belang van AVAS in de onderneming na de schuldovereenkomst hoger was dan het bedrag dat liquidatie van de onderneming AVAS zou opleveren.

- (79) Roemenië diende een adviesrapport in, opgesteld door Raiffeisen Capital & Investment SA (hierna: "het adviesrapport") om aan te tonen dat het voor de staat de beste strategie voor een zo hoog mogelijke opbrengst zou zijn om de swap van aandelen voor schuld uit te voeren, gevolgd door de verkoop van de gecombineerde aandelenpakketten op de korte termijn.

- (80) In het adviesrapport wordt enerzijds de waarde van de vordering van AVAS in een liquidatiescenario onderzocht en anderzijds de waarde ervan in een scenario van schuldovereenkomst en privatisering.

- (81) De liquidatiebeoordeling berust op twee eerdere liquidatierapporten (een eerder liquidatierapport van Raiffeisen van februari 2011 en een liquidatierapport van maart 2011 van het onafhankelijke adviesbureau Romcontrol SA Bucharest). Het resultaat voor de staat in een scenario van schuldovereenkomst en privatisering werd berekend op basis van de Enterprise Value-methode, een van de fundamentele meetmethoden die bij het waarderen van een onderneming worden toegepast. (Een uitvoerige beschrijving van de gebruikte methoden en het resultaat van de evaluatie, evenals de kritische beoordeling ervan door de Commissie, zijn te vinden in punt IX.3.3.)



- (82) In het rapport wordt geconcludeerd dat de omzetting van haar totale schuld in aandelen een soepeler en sneller privatiseringsproces voor de onderneming zou betekenen en dat voor AVAS het financiële resultaat van deze optie beter is dan de keuze van liquidatie.

## IX. BEOORDELING

### IX.1. Algemeen

- (83) Teneinde vast te stellen of de onderzochte maatregelen neerkomen op staatssteun, moet de Commissie beoordelen of aan de cumulatieve criteria van artikel 107, lid 1, VWEU is voldaan. De tekst luidt als volgt: "[b]ehoudens de afwijkingen waarin de Verdragen voorzien, zijn steunmaatregelen van de staten of in welke vorm ook met staatsmiddelen bekostigd, die de mededinging door begunstiging van bepaalde ondernemingen of bepaalde producties vervalsen of dreigen te vervalsen, onverenigbaar met de interne markt, voor zover deze steun het handelsverkeer tussen de lidstaten ongunstig beïnvloedt".
- (84) De Commissie merkt op dat wegens intrekking van de kennisgeving ten aanzien van maatregel 2 (zie punt VII), de volgende beoordeling uitsluitend betrekking heeft op de maatregelen 1 en 3. Maatregel 1 is gewijzigd aangezien Roemenië de swap van aandelen voor schuld heeft gekoppeld aan de privatisering van Oltchim. Bij de beoordeling van die laatste maatregel wordt er dan ook van uitgegaan dat het belang dat AVAS na de swap zal houden, onmiddellijk aan een particuliere investeerder wordt verkocht via een eerlijk, open en transparant verkoopproces dat erop gericht is de opbrengst voor AVAS te maximaliseren.
- (85) Voorts is de Commissie van mening dat de vraag of de behandeling van de schuld na 1 januari 2007 door de crediteur AVAS een onrechtmatig voordeel voor Oltchim heeft opgeleverd, beoordeeld moet worden in de context van, ten eerste, GEO 51/1998 (zie overweging (27)) en wet nr. 30/2007, waarbij AVAS de opdracht wordt gegeven de omzetting van de schuld opnieuw te doen, ten tweede, de kennisgeving aan de Commissie van de omzetting – in het besluit tot inleiding aangeduid als maatregel 1 – en, ten derde, de wijziging van maatregel 1 als gevolg van de twijfels die de Commissie heeft geuit en de beperkingen die voortvloeien uit het programma van de EU en het IMF.
- (86) Bovendien merkt de Commissie op dat het voornemen de onderneming tegen het einde van mei 2012 volledig te privatiseren, waarvan de Roemeense autoriteiten mededeling hebben gedaan bij schrijven van 21 oktober 2011 en dat door premier Ungureanu bij brief van 16 februari 2012 nogmaals is bevestigd, wordt beschouwd als integraal onderdeel van maatregel 1.
- (87) Met betrekking tot de milieuboete enerzijds, en de schulden van de onderneming jegens Electrica SA, Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea, en SC CET Govora SA anderzijds, merkt de Commissie op dat die vermeende maatregelen geen deel uitmaakten van het besluit tot inleiding van de procedure. Zij kunnen derhalve geen onderdeel vormen van het onderhavige besluit. Op grond van artikel 10 van Verordening (EG) nr. 659/1999 stelt de Commissie de klager te zijner tijd in kennis van de verdere gang van zaken met betrekking tot die beweringen.

### IX.2. Bevoegdheid van de Commissie vóór de toetreding

- (88) Zoals aangegaan in punt V heeft anonieme belanghebbende II gesteld dat een aantal staatswaarborgen ten gunste van Oltchim in de periode 1995-2000 van toepassing bleef na de toetreding van Roemenië tot de EU op 31 oktober 2009, en dientengevolge vanaf de toetredingsdatum als nieuwe steun moet worden behandeld. Het is aan de Commissie om te beoordelen of dat argument steekhoudend is en wat de mogelijke gevolgen daarvan zijn voor de beoordeling van de aangemelde maatregel.
- (89) In beginsel is artikel 107, lid 1, VWEU uitsluitend toepasselijk vanaf de datum van toetreding. Een uitzondering op dat beginsel geldt voor steunmaatregelen die vóór de toetredingsdatum ten uitvoer zijn gebracht en na die datum nog steeds van toepassing zijn. Krachtens het Toetredingsverdrag van 2005 tussen Roemenië en de EU<sup>(23)</sup> moeten steunmaatregelen die in Roemenië vóór de toetredingsdatum in werking traden en na die datum (1 januari 2007) van toepassing bleven, en die mogelijk staatssteun vormen in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU en niet als bestaande steun kunnen worden gekwalificeerd voor de toepassing van Verordening (EC) nr. 659/1999<sup>(24)</sup>, als mogelijk nieuwe steun worden aangemerkt voor de toepassing van artikel 108, lid 3, VWEU.
- (90) Punt 2.1 van de tweede alinea van bijlage V bij de Akte van Toetreding van 2005 van Bulgarije en Roemenië<sup>(25)</sup>, gebaseerd op artikel 22 van diezelfde Toetredingsakte, bepaalt als volgt: "Alle na de datum van toetreding nog toepasselijke maatregelen die overheidssteun vormen en niet aan de hierboven genoemde voorwaarden voldoen, worden voor de toepassing van artikel 88, lid 3, van het EG-Verdrag bij de toetreding als nieuwe steun aangemerkt".
- (91) Deze bepaling geldt dus voor maatregelen die vóór de toetredingsdatum (1 januari 2007) tot uitvoering zijn gebracht en die na deze datum nog steeds van toepassing zijn. Het begrip "toepasselijkheid na toetreding" is in een reeks besluiten van de Commissie<sup>(26)</sup> zodanig omschreven dat regelingen en individuele maatregelen die niet in tijd beperkt zijn of waarbij de aansprakelijkheid van de staat niet precies en strikt is afgebakend, daaronder vallen. Het gaat dus met andere woorden om gevallen waarbij het risico van de staat nog niet precies bekend was voor de datum van toetreding. In het licht van bovenstaande overwegingen moet worden vastgesteld of de in de periode 1995-2000 ten gunste van Oltchim verleende staatswaarborgen "van toepassing waren na de toetredingsdatum" in de zin zoals omschreven in voormelde staatssteunzaken. Hiertoe moet worden geverifieerd of er een situatie is ontstaan waarin de staatswaarborgen niet

<sup>(23)</sup> PB L 157 van 21.6.2005, blz. 268.

<sup>(24)</sup> PB L 83 van 27.3.1999, blz. 1.

<sup>(25)</sup> PB L 157 van 21.6.2005, blz. 268.

<sup>(26)</sup> Zie bijvoorbeeld het besluit van de Commissie van 24.4.2007 in zaak E 12/2005 Onbeperkte garantie ten gunste van Poczta Polska, PB C 284 van 27.11.2007, blz. 2, de beschikking van de Commissie van 18.7.2007 in zaak C 27/2004 Agrobanka, PB L 67 van 11.3.2008, blz. 3, besluit van de Commissie van 28.1.2004 in zaak CZ 14/2003 Česká Spořitelna, a.s., PB C 195 van 31.7.2004, blz. 2, en het besluit van de Commissie van 3.3.2004 in zaak CZ 58/2003 Evrobanka, a.s., PB C 115 van 30.4.2004, blz. 40.

aan een tijdslimiet waren gebonden of waarbij het exacte risico van de staat niet bekend was voor de datum van toetreding.

- (92) Na onderzoek van de voorwaarden waaronder de staatswaarborgen in kwestie werden verleend, merkt de Commissie op dat deze waarborgen afzonderlijke en individuele eenmalige maatregelen inhielden waarbij de staat dekking bood voor gespecificeerde leningen van bepaalde bedragen met een bepaalde looptijd die door de onderneming werden afgesloten. De datum tot wanneer de waarborgen geldig bleven stond bij verlening vast, aangezien in de waarborgen was bepaald dat ze zouden aflopen op de vervaldatum van de onderliggende leningen, die in de onderliggende leningen duidelijk was aangegeven. Die geldigheidsperiode is naderhand niet gewijzigd. De geldigheidsduur van de waarborgen was dus bij toetreding inderdaad beperkt in tijd en deze was vastgesteld op een datum voorafgaand aan de toetreding toen de leningsovereenkomst werd gesloten. De Commissie moet er derhalve akte van nemen dat in de onderhavige zaak niet wordt beantwoord aan de eerste van de situaties waarin een gegeven maatregel vanaf de toetredingsdatum als "nieuwe steun" zal worden beschouwd, te weten het ontbreken van een beperking in de tijd bij de toetredingsdatum.
- (93) Ten tweede was de maximale verplichting van de staat afgebakend op het ogenblik waarop de waarborgen werden verleend, aangezien de waarborgen alleen de specifieke lening dekken waarvoor ze werden verleend. Daarom moet tevens worden geconcludeerd dat de tweede situatie van "toepasselijkheid na toetreding", te weten het onbekende risico van de staat vanaf de toetredingsdatum, niet van toepassing is.
- (94) Daarnaast merkt de Commissie ook op dat de staatswaarborgen vóór de toetredingsdatum in werking werden gesteld. Met ingang van de datum waarop de waarborgen in werking werden gesteld, was de staat gehouden tot terugbetaling van het uitstaande bedrag van de leningen die met staatsdekking werden afgesloten, en trad hij in de verplichtingen van de onderneming tot terugbetaling van de leningen in kwestie. De staat werd daarmee een schuldeiser van Oltchim voor de betaalde bedragen uit hoofde van de verleende waarborgen. Zoals eerder aangegeven in punt II.2, liepen de betalingen uit hoofde van de in werking gestelde waarborgen door tot in 2006. Vanaf de toetredingsdatum hielden deze betalingen op omdat Oltchim het nog uitstaande deel van de schulden kon afbetalen.
- (95) Als conclusie moet derhalve worden vastgesteld dat de staatswaarborgen die in de periode 1995-2000 aan Oltchim werden verleend, niet als nieuwe steun kunnen worden aangemerkt in de zin van punt 2.1. van de tweede alinea van bijlage V bij de Akte van Toetreding van 2005 van Bulgarije en Roemenië.

### IX.3. Aanwezigheid van steun: voordeel

#### IX.3.1 Het criterium van de particuliere schuldeiser

- (96) Roemenië stelt dat de aangemelde steun, bestaande uit de swap van aandelen voor schuld aan de overheid ter

waarde van 1 049 miljoen RON om het gehele resulterende overheidsbelang kort daarna te verkopen (tegen eind mei 2012), geen enkel onrechtmatig voordeel oplevert voor de onderneming, omdat elke particuliere schuldeiser die zich in dezelfde situatie bevindt als de publieke schuldeiser AVAS, die methode van schuldvordering zou prefereren boven liquidatie van de onderneming, die voor de publieke schuldeiser financieel minder gunstig zou zijn.

- (97) Om vast te stellen of de aangemelde steunmaatregel een ongepast voordeel voor Oltchim met zich brengt, moet de Commissie beoordelen of de publieke schuldeiser AVAS bij de invordering van de schuld aan de overheid even energiek optreedt als een particuliere schuldeiser die tracht een zo groot mogelijk deel van zijn schuldvordering te innen<sup>(27)</sup>. Bij dat perspectief wordt rekening gehouden met het feit dat met de overdracht van de schuld aan de overheid aan AVAS de schuld wordt ingevorderd door een instelling die in geen andere relatie tot de onderneming staat dan die van een schuldeiser ten opzichte van zijn debiteur. Het feit dat het ministerie van Economische Zaken de publieke aandeelhouder is van Oltchim wordt in de beoordeling niet miskend, maar er wordt rekening mee gehouden dat voor de publieke aandeelhouder geen rol is weggelegd aangaande de invordering van de schuld aan de overheid, een taak waarmee de schuldeiser AVAS belast is. De Commissie merkt echter op dat de omzetting van de schuld en de daaropvolgende privatisering voor de huidige aandeelhouder, het ministerie van Economische Zaken, gevolgen zullen hebben die ook moeten worden beoordeeld om tot een conclusie te kunnen komen over de vraag of deze optie voor de staat financieel gunstiger is dan de algehele liquidatie van de onderneming.

#### IX.3.2 Invordering van de schuld aan de overheid – Beoordeling van maatregel 3

- (98) In het besluit tot inleiding was de Commissie van oordeel dat een bijkomend element van staatssteun zou kunnen voortvloeien uit het feit dat de staat na de toetreding van Roemenië tot de EU geen rente en/of verdragingsstoeslagen in rekening heeft gebracht over de achterstallige schuld van Oltchim aan de overheid. Deze schuld resulteerde uit de inwerkingstelling van de staatswaarborgen (zie eerdergenoemde beschrijving in de overwegingen (23) tot en met (27) en beoordeling van de staatswaarborgen in de overwegingen (88) tot en met (95)). In het besluit tot inleiding stelde de Commissie zich op het standpunt dat het verzuim om rente in rekening te brengen of de schuld aan de overheid in te vorderen een voordeel aan Oltchim heeft verschaft. De onderneming profiteerde hierdoor immers van kosteloos ter beschikking gesteld kapitaal.
- (99) Om na te kunnen gaan of Roemenië heeft gehandeld als een particuliere schuldeiser ten aanzien van de uitstaande schuld die uit de inwerkingstelling van de staatswaarborgen is voortgekomen, moet het handelen van de Roemeense staat vanaf 2007 tot heden worden beoordeeld op basis van de informatie waarover de Roemeense autoriteiten op de betrokken tijdstippen beschikten.

<sup>(27)</sup> Zie zaak C-342/96 *Spanje/Commissie (Tubacex)* Jurispr. 1999, blz. I-2459, punt 46, zaak T-152/99 *HAMSA/Commissie* Jurispr. 2002, blz. II-3049, punt 167.

- (100) Allereerst merkt de Commissie op dat het feit dat er vanaf 2007 tot de wijziging van de kennisgeving van maatregel 1 geen rente en vertragingstoeslagen zijn aangerekend, voortvloeit uit GEO 51/1998 (zie overweging (27)). Een en ander moet mede worden gezien tegen de achtergrond van wet 30/2007, op grond waarvan AVAS de omzetting van de schuld opnieuw moet uitvoeren. Op dat moment overwogen de Roemeense autoriteiten de activiteiten van Oltchim voort te zetten en waren zij van plan verder in de onderneming te investeren in plaats van deze te liquideren.
- (101) De Commissie moet daarom allereerst vaststellen of Roemenië zich als een particuliere schuldeiser heeft gedragen toen het in 2007 besloot tot de swap van aandelen voor schuld in plaats van te pogen de schuld in te vorderen en/of de onderneming te liquideren. De Commissie merkt op dat Roemenië de tactiek van omzetting van schuld in aandelenkapitaal heeft gevolgd om de activiteiten van Oltchim voort te zetten nadat de eerste poging daartoe in 2003 was gestrand. In dat opzicht zetten de Roemeense autoriteiten met hun gedrag de lijn voort die zij hadden ingezet. Uit reacties van de markt op eerdere privatiseringspogingen en rechtsovereenkomsten van minderheidsaandeelhouders viel af te leiden dat de markt geloofde in de fundamentele levensvatbaarheid van Oltchim.
- (102) Voorts merkt de Commissie op dat Roemenië ook beschikte over een bedrijfsplan<sup>(28)</sup> voor Oltchim dat aangaf dat de onderneming levensvatbaar was.
- (103) Deze aspecten in aanmerking genomen, is de Commissie van mening dat het voor Roemenië, in zijn rol van schuldeiser, niet onredelijk was om te besluiten de swap van aandelen voor schuld uit te voeren en een wet op dit gebied aan te nemen waarmee beoogd werd over de uitstaande schuld geen rente en vertragingstoeslagen in rekening te brengen, omdat de schuld toch al in aandelen zou worden omgeuild.
- (104) Die analyse is niet in tegenspraak met het feit dat Roemenië voorafgaand aan de swap van aandelen voor schuld toestemming vroeg voor staatssteun. Roemenië is hiermee slechts haar verplichtingen uit hoofde van artikel 108, lid 3, VWEU nagekomen. Gezien de moeilijkheden die Roemenië eerder met minderheidsaandeelhouders had ondervonden en in verband met de toepassing van wet 30/2007 bleef ondervinden, is het niet meer dan logisch dat de Commissie verzocht werd te bevestigen dat de geplande verrichting geen staatssteun vormde.
- (105) De beoordeling van de staatssteun en de toepassing van de opschortingsverplichting leidden ertoe dat de swap van aandelen voor schuld uiteindelijk met vijf jaar werd uitgesteld. In dat opzicht merkt de Commissie allereerst op dat Roemenië tot medio 2011 het vaste voornemen had om met betrekking tot Oltchim een expansieve investeringskoers te varen die door deskundigen in diverse studies was onderzocht<sup>(29)</sup>. De vordering van rente op de uitstaande schuld aan de overheid zou haaks staan op de strategie van de staat meer te investeren om de onderneming weer winstgevend te maken en haar waarde te verhogen met als doel op de middellange tot lange termijn over te gaan tot privatisering.
- (106) Naar aanleiding van de twijfels over de expansieve investeringsstrategie die de Commissie in haar besluit tot inleiding had geuit en, zwaarwegender, onder invloed van de begrotingsproblemen en het EU/IMF-programma, veranderde Roemenië in 2011 van strategie en werd besloten om de onderneming onmiddellijk na de swap van aandelen voor schuld te privatiseren. Hierdoor werd van de aanvankelijke plannen tot verdere investeringen ter waarde van 424 miljoen EUR vóór de privatisering afge-stapt.
- (107) In de nieuwe context werd het opleggen van een verplichting tot rentebetaling een verstandige strategie voor de staat om zo veel mogelijk van de uitstaande schuld terug te kunnen vorderen.
- (108) Zoals uiteengezet in overwegingen (75) tot en met (77), werd over de periode vanaf 1 januari 2007 bijkomende samengestelde rente gevorderd over de schuld aan de overheid door middel van een privaatrechtelijke overeenkomst die in december 2011 tussen Oltchim en AVAS was gesloten. De gehanteerde rentetarieven voor de schuld aan de overheid kwamen overeen met hetzij de voor elke periode toepasselijke referentiepercentages van de Commissie, hetzij de toegepaste rentepercentages voor particuliere leningen van de onderneming voor dezelfde periode die als adequaat kunnen worden beschouwd, afhankelijk van wat het hoogste was.
- (109) Op basis van het bovenstaande komt de Commissie tot de slotsom dat Oltchim geen voordeel heeft ontleend aan de handelwijze van de overheidsinstanties na de toetreding voor de invordering van de schuld aan de overheid die thans voor aandelen moet worden ingeruild.

### IX.3.3 Omzetting van schuld – maatregel 1

- (110) Bij de wijziging van de kennisgeving – zie de overwegingen (14) tot en met (16), (69) tot en met (70) en (75) tot en met (77) – bestaat maatregel 1 uit een swap van aandelen voor schuld aan de overheid ter waarde van 1 049 miljoen RON, kort daarna gevolgd door de algehele verkoop van het resulterende overheidsbelang (privatisering). De Commissie moet ook beoordelen of deze

<sup>(28)</sup> De directie van Oltchim had een bedrijfsplan opgesteld voor de periode 2006-2010. Daarnaast was er een onafhankelijk advies uitgebracht door Raiffeisen alsmede een rapport voor technisch advies van Techno Orbichem, beide daterend van mei 2007.

<sup>(29)</sup> Bijvoorbeeld het bedrijfsplan dat op 17 juli 2009 bij de Commissie was aangemeld en een studie van Roland Berger van 13 april 2011 die Roemenië op 14 april 2011 bij de Commissie had ingediend.



maatregel een onrechtmatig voordeel voor Oltchim heeft opgeleverd. De totale schuld aan de overheid die in aandelenkapitaal moet worden omgezet, bestaat uit het bedrag van de schuld, aangehouden door het privatiseringsagentschap AVAS, ter waarde van 538 miljoen RON, plus de verschuldigde rente over deze schuld berekend vanaf 1 januari 2007 tot en met 31 december 2011, ter waarde van 511 miljoen RON.

- (111) Om te beoordelen of de voorgestelde omzetting van de schuld een onrechtmatig voordeel voor Oltchim met zich brengt, moet worden vastgesteld of deze schuldovername het beste mechanisme is, zoals Roemenië stelt, om zoveel mogelijk van de uitstaande schuld terug te vorderen. In de praktijk dient de Commissie te bepalen of een hypothetische particuliere schuldeiser in een situatie vergelijkbaar met die van het privatiseringsagentschap AVAS, de schuldeiser van Oltchim, ook werkelijk aan dat schuldvorderingsmechanisme de voorkeur zou geven boven andere beschikbare alternatieven, gezien de ernstige financiële problemen die de debiteur ondervindt. Hoewel het ministerie van Economische Zaken, de huidige aandeelhouder van Oltchim, geen rol speelt in de invordering van de schuld aan de overheid, wordt er in onderstaande analyse ook rekening gehouden met de resultaten van de twee mogelijke scenario's voor de publieke aandeelhouder.
- (112) Roemenië stelt dat, gezien de huidige situatie waarin de onderneming verkeert (ernstige onderkapitalisatie en een buitensporige schuldenlast), een particuliere schuldeiser in een situatie als die van de publieke schuldeiser AVAS slechts twee reële opties heeft: (i) liquidatie van de onderneming of (ii) omzetting van de schuld in aandelenkapitaal gevolgd door verkoop van de totale deelneming in het ondernemingskapitaal. Iedere particuliere schuldeiser die voor deze keuze wordt gesteld, zou de voorkeur geven aan de optie waarmee de meeste schuld kan worden teruggevorderd. De schuldeiser zou, met andere woorden, kiezen voor de optie "schuldovername gevolgd door privatisering" indien de verwachte opbrengst van privatisering hoger zou zijn dan het bedrag dat middels liquidatie kan worden geïnd.
- (113) Om aan te tonen dat de omzetting van schuld gevolgd door verkoop van het resulterende belang financieel gunstiger is voor de schuldeiser dan liquidatie, heeft Roemenië een rapport van een onafhankelijk adviesbureau ingediend (zie overwegingen (78) tot en met (82)) waarin de uitkomsten van de twee scenario's, dat wil zeggen schuldovername gevolgd door privatisering enerzijds en liquidatie anderzijds, met elkaar worden vergeleken.
- (114) De Commissie heeft het rapport kritisch beoordeeld op de onderbouwing van de hierin genoemde resultaten, waarvan tevens werd nagegaan of ze inderdaad aantonen dat AVAS zich, door zijn schuld in aandelenkapitaal om te zetten, als een particuliere schuldeiser gedraagt. Na de toetsing van het rapport komt de Commissie tot de volgende conclusie:
- (115) **Waarde van de vordering van AVAS in een liquidatiescenario:** de liquidatiebeoordeling berust op een eerder liquidatierapport van Raiffeisen van februari 2011 en

op een liquidatierapport van maart 2011 van het onafhankelijke adviesbureau Romcontrol SA Bucharest.

- (116) Volgens Roemeens recht worden ondernemingen waarin de staat een belang heeft van ten minste 50 % + 1 geliquideerd krachtens de zogeheten "bijzondere procedure van vrijwillige liquidatie", zoals vastgesteld bij spoeddecreet nr. 88/1997, besluit nr. 577/2002 en wet nr. 137/2002. Op grond van deze bijzondere procedure moet de door de curator verkregen opbrengst uit de verkoop van de ondernemingsactiva worden gebruikt om de schulden van de onderneming te delgen volgens de in wet nr. 85/2006 (de Roemeense insolventiewet) aangegeven volgorde. Bij opbrengsten uit liquidatie gebruikt voor schuldenafwikkeling wordt dienovereenkomstig uitgegaan van de volgende volgorde: 1) liquidatiekosten; 2) loonaanspraken; 3) preferente schuld (schuld waarop pandrechten, hypotheek en overige preferente rechten gevestigd zijn); 4) budgettaire schuld (belastingen en andere fiscale verplichtingen); 5) schuld aan het ministerie van Financiën vanwege in werking gestelde staatswaarborgen; 6) schuld vanwege door de overheid verstrekte leningen; 7) gewone (niet-gedekte) schuld; 8) aandeelhouders. In de onderhavige zaak zou AVAS onderdeel van de derde categorie vallen (preferente schuldeisers). Aan verscheidene (particuliere) preferente schuldeisers van Oltchim zou echter voorrang worden verleend, omdat de schuld aan de overheid slechts ten dele was gedekt.
- (117) Het adviesbureau Romcontrol heeft de liquidatiewaarde van Oltchims activa per 15 december 2010 geraamd, waarbij is uitgegaan van de Net Adjusted Asset-methode. Hierin wordt rekening gehouden met de beperkte tijd van blootstelling op de markt van de activa die te koop worden aangeboden <sup>(30)</sup>.
- (118) Op basis van de liquidatiewaarde van de activa zoals ingeschat door Romcontrol, gaf Raiffeisen een raming van het resultaat voor de schuldeiser AVAS en voor de staat als aandeelhouder, rekening houdend met de verplichtingen van de onderneming per 31 december 2010 en haar voorlopige jaarrekening van diezelfde datum ("het onderzoek betreffende liquidatie van Raiffeisen van februari 2011"). Volgens deze studie zou het als gevolg van de opbrengsten uit de verkoop van Oltchims activa mogelijk zijn om naar schatting circa [20]-[30]% van de totale passiva van de onderneming terug te vorderen. De schuldeiser AVAS zou als gedeeltelijk zeker gestelde schuldeiser ongeveer [80]-[100] miljoen RON hebben teruggevorderd (wat neerkomt op [10]-[30]% van de destijds totale vordering van 538 miljoen RON). Gezien de negatieve afwijking tussen de opbrengst uit liquidatie en de verplichtingen van de onderneming zou de staat in zijn hoedanigheid van aandeelhouder niets ontvangen.
- (119) In oktober 2011 heeft Raiffeisen de ramingen in het liquidatieonderzoek van februari 2011 bijgewerkt. Daarbij zijn ook de financiële bedrijfsgegevens van 30 juni 2011 in aanmerking genomen alsmede de in rekening gebrachte rente op de schuld aan de overheid vanaf januari 2007.

<sup>(30)</sup> De duur van de bijzondere procedure van vrijwillige liquidatie werd op ongeveer achttien maanden geraamd.



(120) Volgens de bijgewerkte raming zou AVAS, als gedeeltelijk zekergestelde schuldeiser van Oltchim, [100]-120 miljoen RON van de totale schuld terugkrijgen (wat neerkomt op [10]-[20]%<sup>(31)</sup> van de totale vordering, bestaande uit het schuldbedrag van 538 miljoen RON plus rente). Het ministerie van Economische Zaken zou als publiek aandeelhouder ook nu niets ontvangen. Het bedrag dat AVAS zou ontvangen werd vervolgens omgerekend<sup>(32)</sup> tot de contante waarde op 30 juni 2011. Hierdoor zou AVAS [10]-[40] miljoen EUR ontvangen wanneer de onderneming zou worden geliquideerd.

Tabel 2

**Inning van de vordering van de staat in een liquidatiescenario:**

	Vordering (in mln EUR)	Totale inning (in mln EUR)	Inning NCW tegen 10,7 % (in mln EUR)
AVAS (schuldeiser)	209,4	[20]-[30]	[10]-[30]
Ministerie van Economische Zaken (aandeelhouder)	Aandelenbezit	[0]-[10]	[0]-[10]
<b>Totaal staat</b>		<b>[20]-[30]</b>	<b>[10]-[30]</b>

(121) Dat bedrag moet dan worden afgezet tegen de verwachte opbrengst uit de omzetting van de vordering van AVAS in aandelen, gevolgd door privatisering van de onderneming.

(122) **Waarde van de vordering van AVAS in een scenario van schuldomezetting en privatisering:** in het rapport is het resultaat voor de staat berekend in een scenario van schuldomezetting en privatisering. De berekening kwam tot stand op basis van de Enterprise Value-methode (hierna "EV-methode" genoemd), een van de fundamentele meetmethoden die bij het waarderen van een onderneming worden toegepast.

(123) Wat deze methode betreft, merkt de Commissie op dat er in principe meerdere methoden bestaan voor het ramen van de waarde van het eigen vermogen van een onderneming.

(124) Een vaak gebruikte methode is die van het veelvoud van de EBITDA (winst voor rente, belastingen, afschrijvingen en amortisatie). Hiermee kan de waarde van het eigen

vermogen van een onderneming in een bepaald jaar worden gewaardeerd door de EBITDA van dat jaar te vermenigvuldigen met een getal (het veelvoud) dat voor de sector passend wordt geacht en waarbij de nettoschuld wordt afgetrokken van het resultaat.

(125) Weer een andere methode is de Discounted Cash Flow Analysis. De nominaal beschikbare vrije cashflow (Free Cash Flow) van de onderneming voor de komende jaren wordt geactualiseerd op basis van de gewogen gemiddelde kosten van het nominaal kapitaal (hierna "Weighted Average Cost of Capital" of WACC<sup>(33)</sup> genoemd) en de nettoschuld wordt afgetrokken van de verkregen waarde.

(126) Een derde methode is die van het veelvoud van de omzet. Hiermee kan de waarde van het eigen vermogen van een onderneming in een bepaald jaar worden gewaardeerd door de omzet van dat jaar te vermenigvuldigen met een getal (het veelvoud) dat voor de sector passend wordt geacht en waarbij de nettoschuld wordt afgetrokken van het resultaat.

(127) Bij al deze methoden (toekomstige EBITDA, "Cash Flow" of veelvoud van de omzet) wordt gebruikgemaakt van verwachte waarden. In het onderhavige geval kunnen niet alle ramingsmethoden die berusten op verwachte waarden in een bedrijfsplan zinvol worden gebruikt. Gezien de verwachte onmiddellijke privatisering van de onderneming zal alleen de nieuwe eigenaar de toekomstige bedrijfsstrategie van de onderneming kunnen bepalen. De vooruitzichten in het bedrijfsplan die nodig zijn om deze methoden toe te passen zijn dus niet bekend en er kan niet op worden vooruitgelopen<sup>(34)</sup>. Noch kunnen bedrijfsresultaten uit het verleden voor toekomstprognoses worden gebruikt, omdat de nieuwe eigenaar fors zal moeten investeren.

(128) Onder deze omstandigheden is de Commissie van mening dat de marktkapitalisatiemethode en de EV-methode als enige geschikt zijn om de waarde te ramen van het gecombineerde belang van de Roemeense staat, met andere woorden AVAS en het ministerie van Economische Zaken. Opgemerkt moet worden dat de EV ook de parameters omvat die voor marktkapitalisatie worden gebruikt.

(129) Onder marktkapitalisatie wordt verstaan: de prijs van een aandeel, vermenigvuldigd met het totale aantal uitstaande aandelen, waardoor de totale waarde van de uitstaande aandelen van een vennootschap wordt verkregen. De meetmethode biedt een weergave van de algemene consensus over de waarde van het aandelenkapitaal van een onderneming en kan worden gebruikt als een indicator van de publieke mening over haar nettowaarde.

<sup>(31)</sup> Het inningspercentage van [10]-[20]% is lager dan eerder was berekend [15]-[25]%, omdat in de tussentijd ook de door AVAS aangerekende bijkomende rente, een ongedekte schuld, in aanmerking was genomen.

<sup>(32)</sup> In een studie van 13 april 2011 die de Roemeense autoriteiten op 14 april 2011 bij de Commissie hebben ingediend, heeft adviesbureau Roland Berger de waarde vastgesteld van de WACC (gewogen gemiddelde kapitaalkostenvoet) waarbij de waarde per 30 juni 2011 is geactualiseerd tegen een disconteringsrente van 10,7 %.

<sup>(33)</sup> Zie voetnoot 32.

<sup>(34)</sup> Roemenië heeft bij de oorspronkelijke kennisgeving een bedrijfsplan ingediend met financiële vooruitzichten die berusten op uitgebreide investeringen ter waarde van 424 miljoen EUR. Nu de staat de verdere investeringsplannen heeft afgeblazen, kan men zich niet langer op dergelijke vooruitzichten beroepen.

- (130) De marktkapitalisatie van Oltchim werd berekend op basis van de koers van haar aandelen op de beurs van Boekarest<sup>(35)</sup> gedurende een periode van 44 maanden (2008-augustus 2011). Deze interval is lang genoeg om relevant te zijn. Voorts is de marktkapitalisatie gedurende die periode een goede indicatie van wat de markt bereid is voor de onderneming te betalen.
- (131) Bijgevolg acht de Commissie het positief dat de aandelenkoers in de recente periode mei-augustus 2011 steeds hoger was dan het gemiddelde in die 44 maanden. Dat gemiddelde bleef steken op 0,53 RON per aandeel terwijl de aandelenkoers in juli 2011 uitkwam op maar liefst 2,05 RON<sup>(36)</sup>. De gebruikte gegevens voor de vaststelling van de marktwaarde kunnen derhalve als conservatief worden beschouwd.
- (132) Met betrekking tot de ontwikkeling van de aandelenkoers sinds september 2011 (de gegevens daarvan waren de meest recente die in het onderzoek van Raiffeisen zijn gebruikt) acht de Commissie het voorts positief dat de aandelenkoers in het recente verleden (sinds medio oktober 2011) aanzienlijk is gestegen en steeds hoger is geweest dan het gewogen gemiddelde van 0,53 RON dat in de marktkapitalisatieformule is gebruikt.

Figuur 1

**Ontwikkeling van de aandelenkoers van Oltchim op de beurs van Boekarest 23/02/2011-23/02/2012**



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

- (133) Vóór de geplande omzetting van de schuld lag de marktkapitalisatie van Oltchim in de betrokken periode (januari

2008 - augustus 2011) op een gewogen gemiddelde<sup>(37)</sup> van 45 miljoen EUR. In de laatste drie maanden van die periode (juni-augustus 2011) lag het cijfer constant boven 100 miljoen EUR. De marktkapitalisatie is dus duidelijk hoger dan de liquidatiewaarde van Oltchim ([10]-[40] miljoen EUR). Dit geeft een eerste aanwijzing dat verkoop van het overheidsbelang in een privatiseringsproces beter zou zijn dan liquidatie van de onderneming.

- (134) De tweede bruikbare methode is de bedrijfswaardemethode, die vaak wordt gebruikt als alternatief omdat zij een juistere afspiegeling van de waarde van een onderneming zou geven dan de marktkapitalisatiemethode. Onder de bedrijfswaarde (Enterprise Value - EV) wordt verstaan het totaal van de marktkapitalisatie en de nettoschuld van een onderneming. Deze methode is toegepast door Raiffeisen Capital.
- (135) Na de vaststelling van de marktkapitalisatie werd het andere element van de EV-formule, de nettoschuld, berekend als de som van de waarde van de ondernemings-schuld (alle rentedragende schulden, te weten bankleningen en achterstallige/herschikte schulden)<sup>(38)</sup>.
- (136) Als volgende stap is het dan mogelijk om de mediaan, het gemiddelde en het gewogen gemiddelde van de EV en de EVP/aandeel over de periode van 44 maanden te berekenen. Deze aanpak is in het rapport toegepast voor twee scenario's: met en zonder de ingevorderde rente op de schuld ingevolge de overeenkomst.
- (137) Op dat punt is de Commissie van mening dat de ingevorderde rente ingevolge de overeenkomst niet in aanmerking genomen mag worden bij de berekening van de bedrijfswaarde, en wel om de volgende redenen: indien de schuld toeneemt zal, ceteris paribus, het eigen vermogen dalen. Deze twee effecten gaan in tegenovergestelde richting en zouden in beginsel geen verandering in de bedrijfswaarde moeten brengen. De markt zou de aandelenkoers doen dalen indien men van de rente op de hoogte zou zijn. In het onderhavige geval echter was het rentebedrag achteraf meegerekend en was dit niet door de markt voorzien. Van belang is daarom de informatie in de periode in kwestie waarover de markt op het moment van de waardering beschikte.

- (138) Tegen de achtergrond van deze overwegingen zijn de volgende waarden inzake de bedrijfswaarde per aandeel berekend voor de betrokken periode.

<sup>(35)</sup> Het percentage van de in die periode verhandelde aandelen schommelde tussen de 0,01 en 13,45 % van de totale aandelen per maand.

<sup>(36)</sup> In de periode van 52 weken tussen februari 2011 en februari 2012 werd zelfs een piek bereikt van 2,21 RON per aandeel.

<sup>(37)</sup> Het gewogen gemiddelde werd berekend op basis van het volume van de verhandelde aandelen.

<sup>(38)</sup> Het minderheidsbelang en de preferente aandelen zijn nul en de geldmiddelen en kasequivalenten, die van onbeduidende waarde zijn, werden niet in aanmerking genomen bij de berekening van de nettoschuld.

Tabel 3

## Berekening van de bedrijfswaarde per aandeel voor Oltchim in de betrokken periode

Periode	Aantal aandelen	Gemiddelde aandelenkoers	Markt- kapitalisatie (aandelenkoers × aantal aandelen)	Nettoschuld in duizend RON	Bedrijfs-waarde (markt- kapitalisatie plus nettoschuld) in duizend RON	Bedrijfs-waarde per aandeel
Jan. -08	343 023 858	1,10	378	[1 200]-[1 400]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Feb. -08	343 023 858	0,91	314	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Mrt. -08	343 023 858	0,81	279	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Apr. -08	343 023 858	0,87	300	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Mei -08	343 023 858	1,04	358	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Jun. -08	343 023 858	0,96	330	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Jul. -08	343 023 858	0,72	247	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Aug. -08	343 023 858	0,63	216	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Sep. -08	343 023 858	0,47	160	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Okt. -08	343 023 858	0,37	127	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Nov. -08	343 023 858	0,21	71	[1 200]-[1 400]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Dec. 08	343 023 858	0,16	54	[1 400]-[1 600]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Jan. -09	343 023 858	0,15	51	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Feb. -09	343 023 858	0,13	45	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Mrt. -09	343 023 858	0,15	53	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Apr. -09	343 023 858	0,25	84	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Mei -09	343 023 858	0,27	93	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Jun. -09	343 023 858	0,30	104	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Jul. -09	343 023 858	0,33	113	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Aug. -09	343 023 858	0,32	109	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Sep. -09	343 023 858	0,28	96	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Okt. -09	343 023 858	0,27	91	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Nov. -09	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Dec. -09	343 023 858	0,26	89	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Jan. -10	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Feb. -10	343 023 858	0,22	77	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Mrt -10	343 023 858	0,27	92	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Apr. -10	343 023 858	0,31	105	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Mei -10	343 023 858	0,22	76	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Jun. -10	343 023 858	0,21	71	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Jul. -10	343 023 858	0,18	62	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Aug. -10	343 023 858	0,19	64	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Apr. -10	343 023 858	0,19	66	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Okt. -10	343 023 858	0,22	76	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Nov. -10	343 023 858	0,22	75	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[4]-[6]
Dec. -10	343 023 858	0,20	69	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Jan. -11	343 023 858	0,21	74	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]

Periode	Aantal aandelen	Gemiddelde aandelenkoers	Markt-kapitalisatie (aandelenkoers × aantal aandelen)	Nettoschuld in duizend RON	Bedrijfs-waarde (markt-kapitalisatie plus nettoschuld) in duizend RON	Bedrijfs-waarde per aandeel
Feb. -11	343 023 858	0,26	88	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Mrt -11	343 023 858	0,30	102	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Apr. -11	343 023 858	0,44	152	[2 000]-[2 200]	[2 100]-[2 200]	[5]-[7]
Mei -11	343 211 383	0,77	265	[2 000]-[2 200]	[2 300]-[2 400]	[5]-[7]
Jun. -11	343 211 383	1,61	551	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]
Jul. -11	343 211 383	2,05	702	[2 000]-[2 200]	[2 800]-[2 900]	[6]-[8]
Aug. -11	343 211 383	1,32	452	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]

- (139) De mediaan, het gemiddelde en het gewogen gemiddelde van de bedrijfswaarde per aandeel zijn berekend op basis van deze tabel.

Tabel 4

**De mediaan, het gemiddelde en het gewogen gemiddelde van de EV per aandeel van Oltchim**

	Aandelenkoers	Bedrijfswaarde per aandeel
Mediaan	[0,10]-[0,30]	[4]-[6]
Gemiddelde	[0,30]-[0,50]	[4]-[6]
Gewogen gemiddelde	[0,40]-[0,60]	[4]-[6]

- (140) De bedrijfswaarde (mediaan, gemiddelde, gewogen gemiddelde) berekend zoals hierboven toegelicht, kan daarna worden gebruikt om de waarde vast te stellen van het aandeel van de staat "na de schuldomzetting" door op deze bedrijfswaarde de ondernemingsschuld in mindering te brengen die na de omzetting blijft uitstaan; dit blijft een schuld die de onderneming zal moeten aflossen.

- (141) Het resultaat is de marktwaarde van het totale aandelenkapitaal zoals weergegeven in Tabel 5.

Tabel 5

**Berekening van de marktwaarde van het aandelenkapitaal op basis van de bedrijfswaardemethode**

Berekening van de marktwaarde van het totale aandelenkapitaal na de schuldomzetting	Scenario's		
	Bedrijfswaarde op basis van de <b>mediaankoers</b> van het aandeel over 44 maanden	Bedrijfswaarde op basis van de <b>gemiddelde koers</b> van het aandeel over 44 maanden	Bedrijfswaarde op basis van de <b>gewogen gemiddelde koers</b> van het aandeel over 44 maanden
Bedrijfswaarde/aandeel (RON)	[4]-[6]	[4]-[6]	[4]-[6]
Aantal aandelen voor omzetting	343 211 383	343 211 383	343 211 383
Bedrijfswaarde (in mln RON)	[1 700]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[2 000]-[2 100]
Nettoschuld na schuldomzetting (in mln RON)	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]
Marktwaarde aandelenkapitaal (in mln RON)	[100]-[200]	[200]-[300]	[400]-[500]
Markwaarde aandelenkapitaal (in mln EUR)	[20]-[30]	[50]-[60]	[90]-[100]



- (142) Wat betreft de nettoschuld die in de hierboven beschreven berekening is toegepast, dienen beide stappen in de berekening, d.w.z. (i) de berekening van de bedrijfswaardeformule en (ii) de daaropvolgende aftrekking om de marktwaarde van het aandelenkapitaal vast te stellen, in beginsel gebaseerd te zijn op de marktwaarde van de schuld van Oltchim.
- (143) Om te beginnen merkt de Commissie echter op dat, daar het gaat om niet-verhandelde schuld en een lokale markt voor schuldenhandel ontbreekt, het zeer moeilijk is een marktprijs voor die schuld te bepalen. In plaats daarvan zou men theoretisch de marktwaarde van de schuld kunnen bepalen door een rating af te geven voor de onderneming voor en na de schuld omzetting. Deze rating kan worden gebruikt voor een raming van de kans op wanbetaling, die vervolgens weer kan worden benut om de marktwaarde van de schuld te taxeren. Bij afwezigheid van dergelijke ratings oordeelde de Commissie dat een dergelijke aanpak niet mogelijk is en dat de fouten die ontstaan door het hanteren van een niet goed geraamde marktwaarde aanzienlijk zouden zijn.
- (144) Ten tweede, indien wordt uitgegaan van nettoschuld verhandeld tegen hetzelfde disconto voor haar boekwaarde voor en na de swap, verandert er niets aan de resultaten van de berekening, ongeacht de hoogte van het disconto. Elke wijziging in de waarde van de nettoschuld zou dan leiden tot een evenredige wijziging, met een tegengesteld teken, in de waarde van de marktkapitalisatie. Het meerekenen van de boekwaarde of marktwaarde van de schuld levert een neutraal effect op, omdat de waarde van de schuld eerst wordt opgeteld om de bedrijfswaarde vast te stellen en vervolgens weer wordt afgetrokken om de nieuwe waarde van de aandelen als eigen vermogen vast te stellen.
- (145) Ten derde zou een zinvolle berekening inhouden, aangenomen dat de restschuld na de swap wordt verhandeld tegen een ander disconto dan daarvoor, dat rekening wordt gehouden met het feit dat de marktwaarde van de restschuld na de swap van aandelen voor schuld waarschijnlijk nog steeds lager zou zijn dan de boekwaarde ervan, maar in ieder geval hoger dan de marktwaarde van de schuld vóór de swap. Bij ontbreken van een basis voor de vaststelling van dergelijke disconto's is het echter niet mogelijk de effecten van een aanpassing in deze disconto's te simuleren omdat in dat geval te veel parameters tegelijkertijd zouden moeten worden gewijzigd.
- (146) Anderzijds merkt de Commissie op dat de jaarrekening van Oltchim conform de IFRS is opgesteld en door het onafhankelijke bureau KPMG is gecontroleerd. In deze jaarrekening zijn de financiële passiva ingeboekt tegen hun reële waarde overeenkomstig de bepalingen van IAS 39. Volgens IAS 39 is de reële waarde het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een verplichting kan worden afgewikkeld onder normale concurrentieverhoudingen tussen ter zake goed geïnformeerde, tot een transactie bereid zijnde partijen. Op die basis is door KPMG verklaard dat de reële waarde van de langlopende schuld van de onderneming niet significant verschilde van de boekwaarde ervan.
- (147) Op basis van de voorgaande overwegingen is de Commissie van oordeel dat het stellig passend is de boekwaarde van de schuld te gebruiken om de marktwaarde van het aandelenkapitaal te berekenen.
- (148) De Commissie heeft een gevoeligheidsanalyse verricht om de gefundeerdheid van de berekening te controleren. Zij stelde het procentuele verschil vast tussen de boekwaarde en de marktwaarde van de nettoschuld vóór de omzetting. Die waarde zou gelijk zijn aan de contante waarde van het overheidsbelang na de omzetting en de liquidatiewaarde, aangenomen dat de marktwaarde van de schuld zal overeenstemmen met de boekwaarde van de schuld na de swap van aandelen voor schuld. Het percentage kan worden aangemerkt als een soort "foutmarge" voor de raming van de marktwaarde van de schuld.
- (149) Van alle scenario's (bedrijfswaarde gebaseerd op mediaan, gemiddelde, gewogen gemiddelde) acht de Commissie het scenario met het gewogen gemiddelde het meest accuraat, omdat hierin de waarden worden gewogen op basis van de volumes verhandelde aandelen. Voor dat scenario bedraagt de bovengenoemde marge 15 %. De Commissie concludeert dat een marge van die omvang volstaat om tot het oordeel te komen dat de berekening van de bedrijfswaarde op betrouwbare gegevens berust.
- (150) Daarna, zodra de marktwaarde van het aandelenkapitaal is berekend, kan de waarde van het resulterende staatsbelang worden berekend aan de hand van de marktwaarde van het totale aandelenkapitaal gebaseerd op de overheidsdeelneming. Deze bedraagt na de schuld omzetting <sup>(39)</sup>:

Tabel 6

**De deelneming van de Roemeense staat in Oltchim voor en na de geplande schuld omzetting**

	Aandelenbezit <b>voor</b> omzetting van de schuld	Aandelenbezit <b>na</b> omzetting van de schuld Schuld AVAS plus de rente daarop is omgezette schuld
AVAS	0 %	[80]-[100] %
Ministerie van Economische Zaken	54,81 %	[0]-[5] %
Totaal staat	54,81 %	[80]-[100] %

- (151) Na omzetting van het schuldbedrag plus de ingevorderde rente ingevolge de overeenkomst zal de marktwaarde van het aandelenkapitaal van Oltchim derhalve tussen [20]-[30] en [90]-[100] miljoen EUR bedragen, hetgeen zal leiden tot een contante waarde <sup>(40)</sup> van het gecombineerde overheidsbelang ([80]-[100]%) van tussen de [15]-[30] en [75]-[90] miljoen EUR. In tabel 7 worden de bedrijfswaarden zoals beoordeeld voor alle scenario's beknopt weergegeven en vergeleken met de toepasselijke waarden in geval van liquidatie.

<sup>(39)</sup> Voor de toepassing van de analyse is in het rapport geen rekening gehouden met een mogelijke participatie van particuliere aandeelhouders in de kapitaalverhoging, omdat het effect daarvan op de waarde van het overheidsbelang van Roemenië als neutraal wordt beschouwd.

<sup>(40)</sup> Per 30 juni 2011 geactualiseerd op basis van een disconteringsrente van 10,7 %, net als bij de liquidatiewaarde.

Tabel 7

**Op de bedrijfswaardemethode gebaseerde vergelijking van het scenario van schuldomzetting gevolgd door privatisering met het scenario van liquidatie**

Verwachte opbrengst van de staat in mln EUR	Schuldomzetting direct gevolgd door privatisering			Netto contante waarde van de opbrengsten verkregen uit liquidatie	Vergelijking
	Bedrijfswaarde gebaseerd op de <b>mediaankoers</b> van het aandeel over 44 maanden	Bedrijfswaarde gebaseerd op de <b>gemiddelde koers</b> van het aandeel over 44 maanden	Bedrijfswaarde gebaseerd op de <b>gewogen gemiddelde koers</b> van het aandeel over 44 maanden		
Marktwaaarde aandelenkapitaal	[20]-[30]	[45]-[60]	[90]-[100]		
Marktwaaarde van het gecombineerde overheidsbelang	[15]-[40]	[45]-[60]	[80]-[100]		
Netto contante waarde van het gecombineerde overheidsbelang (98,44 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[75]-[90]	[10]-[40]	Liquidatie < omzetting schuld en privatisering
Netto contante waarde van het belang van AVAS (96,54 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[70]-[80]	[10]-[40]	Liquidatie < omzetting schuld en privatisering
Netto contante waarde van het ministerie van Economische Zaken (1,9 %)	[0]-[1]	[0]-[1]	[1]-[2]	[0]-[1]	Liquidatie < omzetting schuld en privatisering

- (152) In alle volgens de bedrijfswaardemethode beoordeelde scenario's levert schuldomzetting gevolgd door privatisering betere resultaten op voor zowel de publieke schuldeiser, AVAS, als de publieke aandeelhouder, het ministerie van Economische Zaken, dan liquidatie van de onderneming. Het aandelenbezit van het ministerie van Economische Zaken als publieke aandeelhouder zal door de schuldomzetting afnemen, met een belang van [80]-[100] % voor de schuldeiser AVAS als resultaat. Het ministerie heeft echter geen reden om zich tegen de schuldomzetting te verzetten, omdat het bij liquidatie niets van zijn belang in de onderneming terug zou zien. De publieke schuldeiser AVAS zou zelfs in het scenario met de laagst geschatte bedrijfswaarde nog steeds meer ontvangen dan wanneer besloten zou worden de onderneming te liquideren: ([10]-[30] miljoen EUR tegenover [10]-[30] miljoen EUR).
- (153) Op basis van bovengenoemde bevindingen kan worden geconcludeerd dat de aangemelde maatregel, die erin bestaat dat de onderneming kort na de schuldomzetting volledig wordt geprivatiseerd, geen voordeel voor Oltchim met zich brengt, omdat de publieke schuldeiser AVAS door deze maatregel een hoger bedrag kan invorderen dan bij een besluit tot liquidatie van de onderneming. In dit opzicht neemt de Commissie nota van de toezegging van de Roemeense autoriteiten (zie de overwegingen (17) en (73)) om de onderneming tegen 31 mei 2012 volledig te privatiseren.
- (154) De Commissie is van mening dat de kwantitatieve beoordeling op basis van de marktkapitalisatiemethode en de bedrijfswaardemethode eveneens steun vindt in de volgende twee argumenten, die niet door de onafhankelijke deskundige gekwantificeerd zijn.
- (155) Om te beginnen berust de beoordeling op de beurskoers. Aangezien het belang van de staat in Oltchim echter als één geheel zal worden verkocht, zal de overnemende partij zeggenschap hebben over de onderneming. Die zal derhalve bereid zijn een zeggenschapsvergoeding voor het belang te betalen, zoals bij vergelijkbare transacties gebruikelijk is.
- (156) Ten tweede merkt de Commissie op dat PCC bereid was in 2007 7,5 miljoen EUR te betalen voor een belang van de facto 12 % in Oltchim en in 2011 2,6 miljoen EUR voor een belang van nog eens 3,6 % in Oltchim. Dit geeft enerzijds aan dat een particuliere investeerder van mening was dat de waarde van Oltchim in 2011 was gestegen ten opzichte van 2007 (omdat hij bereid was een hogere prijs per aandeel te betalen), en dat, op basis van de transactie in 2011, het volledige aandelenpakket zou worden gewaardeerd op 73 miljoen EUR, een bedrag dat aanzienlijk hoger is dan de liquidatiewaarde.

#### IX.4. Conclusie over het voordeelcriterium

- (157) Op basis van bovengenoemde bevindingen, namelijk dat: (i) de onderneming geen onrechtmatig voordeel heeft ontleend aan het optreden van de overheden bij de invordering van de schuld aan de overheid, die het onderwerp is van de aangemelde maatregel, en (ii) de omzetting van de schuld als zodanig geen enkel onrechtmatig voordeel oplevert voor de onderneming, komt de Commissie tot de slotsom dat met de thans aangemelde maatregel (resultierend uit de combinatie van de eerdere maatregelen 1 en 3) niet aan het voordeelcriterium is voldaan. Bijgevolg hoeven de andere cumulatieve criteria in de definitie van het begrip steunmaatregelen van de staten, ontleend aan artikel 107, lid 1, VWEU, niet te worden geanalyseerd voor de beoordeling van de thans aangemelde maatregel.

**X. CONCLUSIE**

- (158) De ingeleide formele onderzoeksprocedure van artikel 108, lid 2, VWEU ten aanzien van maatregel 2 (de staatswaarborg) moet worden beëindigd omdat deze zonder voorwerp is geraakt nadat de kennisgeving van die maatregel werd ingetrokken.
- (159) Bij de thans aangemelde maatregel (de combinatie van eerdere maatregelen 1 en 3) is geen sprake van staatssteun in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU.
- (160) Deze conclusie is gebaseerd op het vaste voornemen van Roemenië om de overheidsdeelneming in Oltchim volledig te verkopen, zoals in de brief van premier Emil Boc van 21 oktober 2011 werd geuit, en bij brief van 16 februari 2012 door premier Ungureanu is bevestigd,

HEEFT HET VOLGENDE BESLUIT VASTGESTELD:

*Artikel 1*

De Commissie heeft besloten de formele onderzoeksprocedure van artikel 108, lid 2, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, die ten aanzien van de betrokken steunmaatregel (maatregel 2) ten gunste van Oltchim was ingeleid, te beëindigen aangezien Roemenië zijn kennisgeving heeft ingetrokken en de maatregel niet voort zal zetten.

*Artikel 2*

Maatregel 1, door Roemenië aangemeld op 17 juli 2009 en gewijzigd op 22 juni 2011, 9 september 2011, 21 oktober 2011 en 16 februari 2012, vormt geen staatssteun in de zin van artikel 107, lid 1, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.

*Artikel 3*

Maatregel 3, in 2007 door Roemenië ingevoerd, vormt geen staatssteun in de zin van artikel 107, lid 1, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.

*Artikel 4*

Dit besluit is gericht tot Roemenië.

Gedaan te Brussel, 7 maart 2012.

*Voor de Commissie*  
Joaquín ALMUNIA  
Vicevoorzitter